

VI. Evolución de los mercados de divisas

Aspectos más destacados

Las fluctuaciones experimentadas por los principales tipos de cambio durante el primer semestre de 1998 se debieron en gran parte a factores cíclicos tanto del momento como previstos. La crisis que sacudió a Rusia a mediados de agosto hizo temer por la vulnerabilidad de la economía de Estados Unidos e invirtió la tendencia ascendente del dólar frente al marco y el yen. Algunos factores técnicos sin relación directa con las variables fundamentales magnificaron la bajada del dólar, especialmente con respecto al yen. La magnitud de estas oscilaciones llevaron a preguntarse de nuevo si podría mantenerse el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos a largo plazo.

Las crisis que afectaron a Rusia en agosto de 1998 y a Brasil a principios de 1999 ponen de relieve la persistente vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes. Aunque los tipos de cambio se estabilizaron en muchos países —sobre todo en Asia— durante 1998, el volumen de actividad de estos mercados ha continuado siendo moderado y muy inferior a los máximos alcanzados en 1996.

El euro se introdujo tras un año de convergencia y estabilidad en los mercados de divisas europeos. Durante sus primeros meses, la nueva moneda se depreció a causa de factores cíclicos. El euro originará probablemente considerables cambios estructurales en los mercados de divisas, pero es demasiado pronto para saber hasta qué punto se empleará como moneda de transacción, de reserva, de inversión y de anclaje.

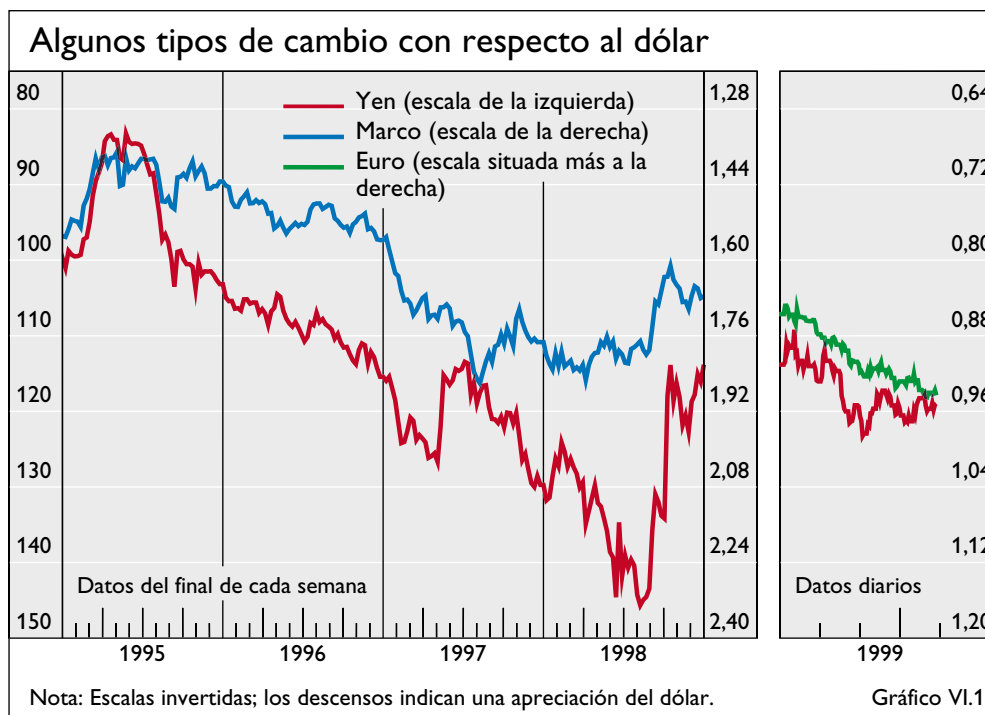
El dólar, el yen, el marco y el euro

Determinantes cíclicos y técnicos del tipo de cambio del dólar

Las grandes fluctuaciones que experimentaron las principales monedas durante el primer semestre de 1998 obedecieron principalmente a la relativa fuerza de la economía real y a las perspectivas sobre la inflación en Estados Unidos, Japón y Alemania. Sin embargo, a partir del verano comenzaron a reflejar la interrelación de estos factores cíclicos y otros factores “técnicos”.

El periodo de fortaleza del dólar frente al yen y al marco, que había comenzado en la primavera de 1995, continuó hasta el verano de 1998 (gráfico VI.1). Durante tres años, el dólar se apreció en un 36% frente al marco y un 81% frente al yen, moviendo los tipos de cambio a niveles nunca vistos desde principios de los años 90. Al igual que en años anteriores, la fuerza mostrada por el dólar frente al yen hasta agosto se vio reforzada por los continuos indicios de alto crecimiento económico en Estados Unidos y de

Las monedas del Grupo de los Tres responden a los factores cíclicos



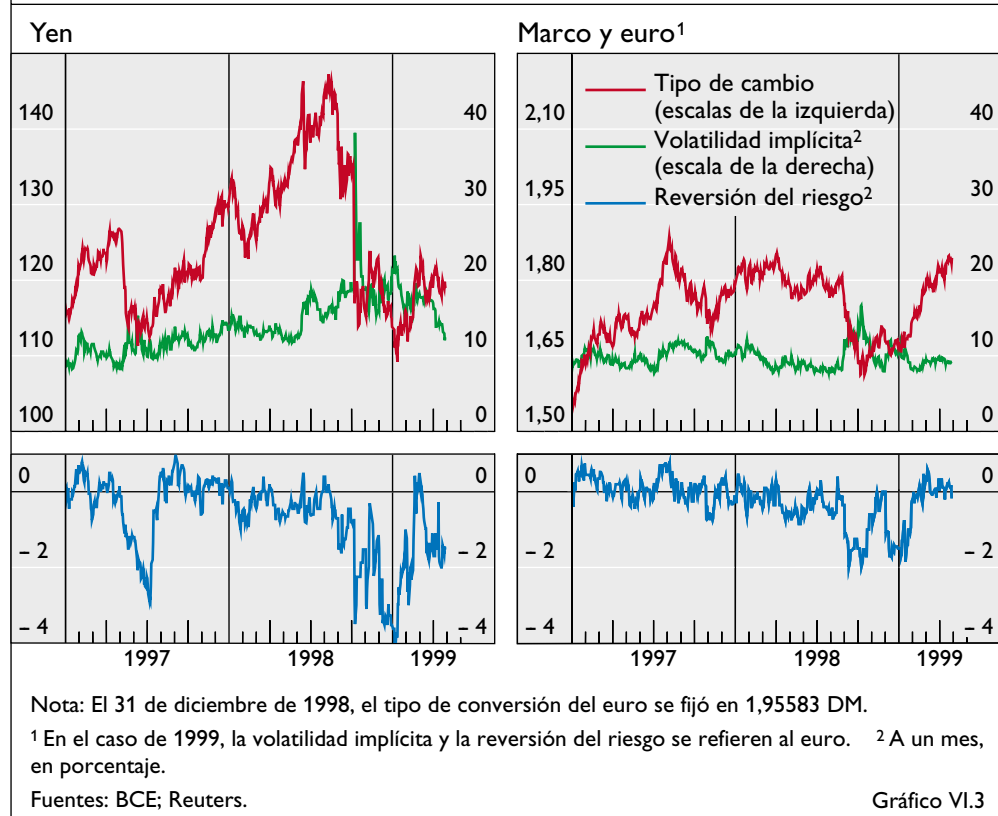
débil crecimiento en Japón. Estos factores cíclicos llevaron a esperar que se endureciera la política monetaria en Estados Unidos y se suavizara en Japón, lo que se tradujo en un aumento de las diferencias entre los tipos a futuro (gráfico VI.2). Es posible que la preocupación por la fragilidad del sector bancario japonés agravara la debilidad del yen.

Las tendencias en la conducta del tipo de cambio entre el marco y el dólar fueron mucho menos claras durante este periodo. Las subidas que experimentó el dólar entre enero y principios de abril, cuando llegó a alcanzar un máximo de 1,85 DM, se invirtieron durante el mes siguiente, al aparecer nuevos datos de que la recuperación económica estaba consolidándose en Alemania y empezar los operadores a pensar que el Bundesbank alemán endurecería la política monetaria. El marco también se benefició de la búsqueda de la convergencia de los tipos de interés oficiales en Europa, que parecía indicar una mayor confianza en que la introducción del euro sería fluida. Una vez desaparecida la incertidumbre tras el anuncio oficial el 3 de mayo de las monedas que participarían en la UEM, el procedimiento para determinar sus tipos de cambio bilaterales y la composición del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, el marco retornó a un nivel de 1,76 DM por dólar. En junio y principios de julio, la moneda alemana perdió parte de estas ganancias y bajó a 1,82 DM. Esta caída puede atribuirse a los repetidos ataques que sufrió el rublo desde finales de mayo y a la creencia, entonces reinante en los mercados financieros, de que Alemania sería relativamente más vulnerable a causa de sus vínculos financieros y comerciales con Rusia.

El anuncio oficial de que se dejaría fluctuar el rublo y la moratoria unilateral de la deuda rusa a mediados de agosto hicieron temer que la crisis se extendiera a América Latina (véase el capítulo III). Las bolsas de valores cayeron en Estados Unidos y sobre todo en Europa, y los operadores

Caída vertiginosa del dólar tras la crisis rusa

Yen, marco y euro: tipo de cambio con respecto al dólar, volatilidad implícita y reversión del riesgo



opciones yen/dólar aumentó en más del doble, alcanzando niveles históricos en unos pocos días. La volatilidad del tipo entre el marco y el dólar también aumentó vertiginosamente, pero fue inferior a la mitad del nivel de volatilidad del tipo entre el yen y el dólar.

Para explicar los acontecimientos de septiembre y octubre, deben distinguirse dos tipos de determinantes: los factores cíclicos y otros parámetros económicos fundamentales, por un lado, y los factores técnicos impulsados por condiciones específicas del mercado, por otro. Es posible que los cambios en las perspectivas económicas del Grupo de los Tres favorecieran al marco y al yen frente al dólar. Ésta parece ser, al menos, una explicación parcial de la depreciación que experimentó la moneda estadounidense frente al marco y al yen a principios de septiembre. Además, es coherente con la extensión de la preocupación por la vulnerabilidad de la economía de Estados Unidos a las secuelas de la convulsión financiera de América Latina; con la caída de los mercados de acciones estadounidenses de finales de agosto y principios de septiembre; con el cambio de las expectativas del mercado sobre la suavización de la política monetaria de Estados Unidos, y con la disminución de los rendimientos de los bonos estadounidenses registrada durante este periodo.

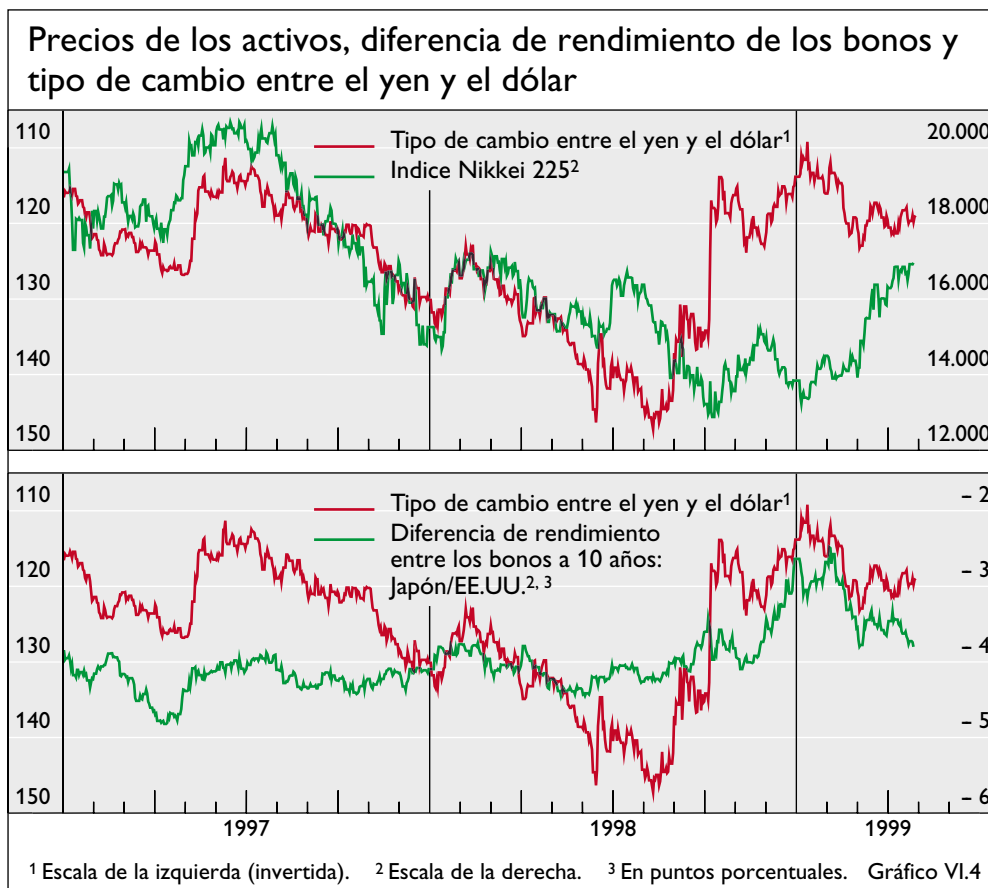
Sin embargo, no parece que tales factores expliquen la caída sufrida por el dólar a principios de octubre. En primer lugar, parece que el descenso de los precios de los activos había tocado fondo en Estados Unidos. Por otra parte, los mercados de acciones japoneses, que habían seguido bastante de cerca al

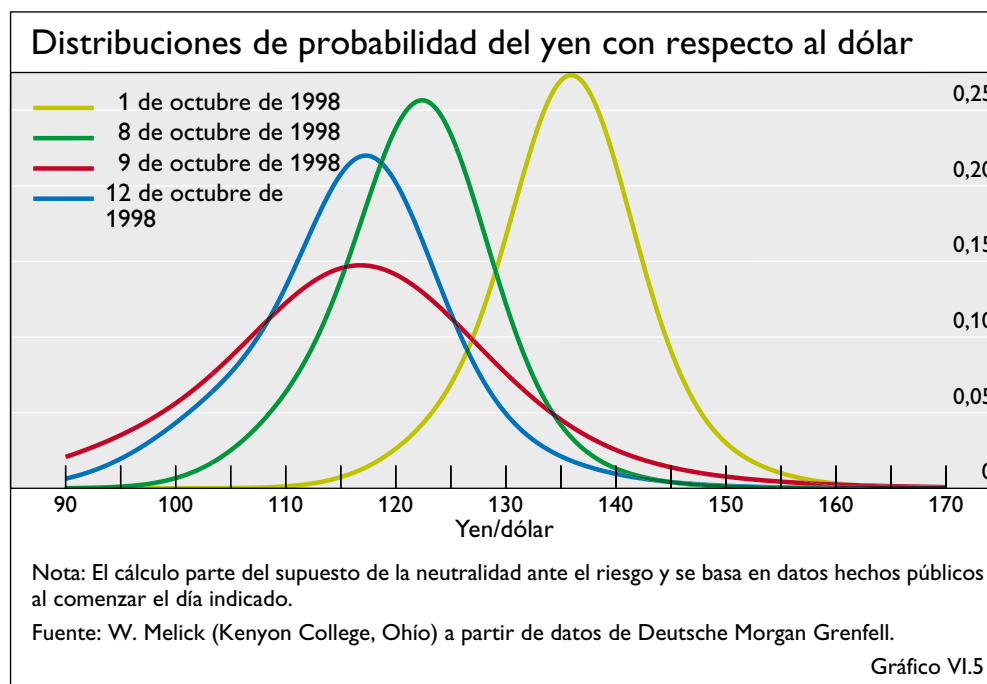
Los factores cíclicos pesan en el dólar

yen en su descenso desde 1997, no se recuperaron cuando se fortaleció la moneda japonesa en septiembre y octubre. Este caso contrasta claramente con la correlación positiva entre el mercado de valores japonés y el tipo de cambio yen/dólar desde enero de 1997 hasta julio de 1998, debida a que la preocupación por el débil crecimiento económico y la fragilidad del sector bancario japonés pesó en ambos (gráfico VI.4). Este hecho induce a pensar que a principios de octubre los operadores no revisaron sus expectativas sobre la economía japonesa. Por otra parte, nada indicaba que se aceleraría la recuperación económica ya en marcha en Alemania.

Los factores cíclicos tampoco pueden explicar la depreciación excepcionalmente vertiginosa del dólar, sobre todo frente al yen. Cabe que ésta se debiera a factores técnicos no relacionados con la evolución de la economía real de los países del Grupo de los Tres. Una posible explicación es que en septiembre y octubre los fondos de cobertura y las sociedades de inversión muy apalancadas cerraran las grandes posiciones cortas en yenes acumuladas para beneficiarse del bajo costo de la financiación en esa moneda (*yen carry trades*) y que estas liquidaciones precipitaran la caída del dólar a través de dos vías. En primer lugar, es posible que el capital de estos inversionistas se viera gravemente afectado por el descenso de los precios de los activos registrado tras la crisis rusa. Dado que las grandes pérdidas experimentadas por sus carteras provocaron una demanda de cobertura suplementaria, estos agentes apalancados se vieron obligados a cerrar sus posiciones cortas en yenes,

Los fondos de cobertura apalancados precipitan la caída del dólar a través de dos vías





provocando así repentinamente una gran demanda de esta moneda. Este mecanismo podría ayudar a explicar la magnitud de la caída del dólar registrada a principios de septiembre.

En segundo lugar, estas estrategias quizá magnificaran las perturbaciones originadas en el mercado entre el yen y el dólar. Parece que a principios de octubre los operadores revisaron sus expectativas sobre la evolución del tipo entre el yen y el dólar a corto plazo, y es posible que el repentino cambio de opinión sobre el tipo de cambio indujera a los inversionistas a cerrar sus posiciones especulativas cortas en yenes, presionando más a la baja sobre el dólar. Cabe que la enorme liquidación de estas posiciones contribuyera a las intensas fluctuaciones experimentadas por el tipo entre el yen y el dólar el 7 y el 8 de octubre de 1998.

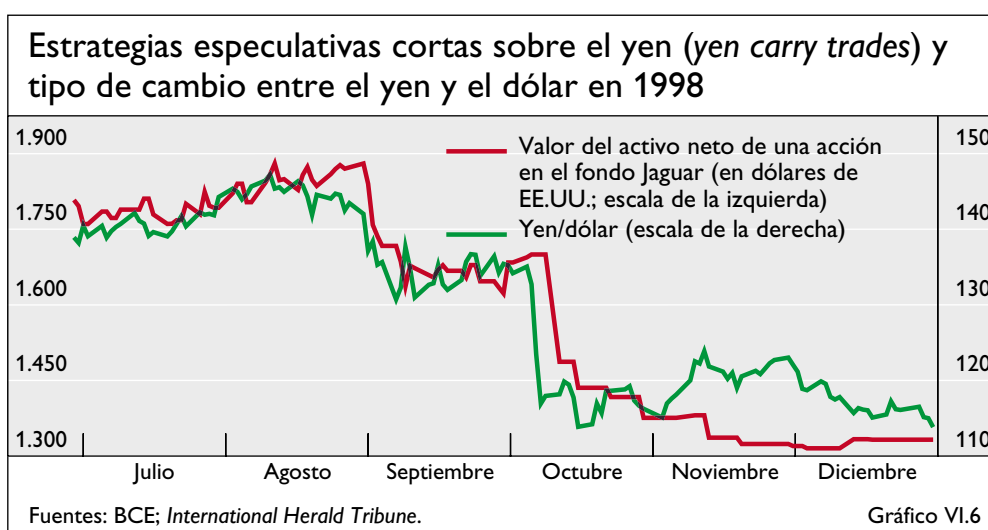
Las distribuciones de probabilidad estimadas a partir de los precios de las opciones muestran que en esos días cambió notablemente la opinión del mercado (gráfico VI.5). De igual modo, indican que durante la primera semana de octubre cambió gradualmente la percepción del riesgo de los agentes, que apostaron a corto plazo por un fortalecimiento del yen más que por un debilitamiento (las funciones de densidad del gráfico superior se volvieron más sesgadas hacia la izquierda). El 7 y el 8 de octubre se produjo, sin embargo, un notable cambio de opinión, ya que la balanza se inclinó a favor de una considerable apreciación del yen y la incertidumbre se intensificó notablemente (la varianza de las funciones de densidad aumentó vertiginosamente). El mercado se normalizó algo el 12 de octubre, al desaparecer la incertidumbre sobre la futura evolución del tipo entre el yen y el dólar.

La encuesta *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* de 1998 contiene dos pruebas indirectas de que la inversión en el extranjero estaba financiándose mediante créditos de bajo costo en yenes. En primer lugar, los contratos de opciones yen/dólar negociados en el mercado

extrabursátil aumentaron claramente entre 1995 y 1998. En segundo lugar, la cantidad de yenes negociados en los mercados al contado y a plazo aumentó a un ritmo excepcionalmente rápido entre 1995 y 1998. Por otra parte, la enorme caída que experimentó el valor del activo neto de un importante fondo de cobertura en torno a los dos días de la vertiginosa apreciación del yen muestra hasta qué punto los inversionistas apalancados recurrieron al uso de posiciones cortas en yenes (*yen carry trades*) (gráfico VI.6).

El papel desempeñado por los fondos de cobertura en septiembre y octubre de 1998 tiene algunas implicaciones para la política económica. En los últimos años, la atención se ha centrado frecuentemente en la deuda externa acumulada por Estados Unidos desde los años 80. La considerable caída del dólar muestra que no sólo el nivel de esta deuda puede tener importantes consecuencias para las variaciones a corto plazo del tipo de cambio, sino también la forma en que se financia. La deuda acumulada puede ser absorbida por los inversionistas con una perspectiva a largo plazo, capaces de soportar, sin cobertura, las perturbaciones temporales de su cartera, por ejemplo las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Estos inversionistas no tienden a reaccionar a las variaciones a corto plazo y, por lo tanto, suelen desempeñar un papel estabilizador para el dólar. En cambio, los inversionistas apalancados expuestos a perturbaciones que afectan a su capital también pueden tener una posición no cubierta sensible al riesgo de tipo de cambio asociada con la deuda. Sin embargo, como tienden a reaccionar muy deprisa y firmemente a las pérdidas que experimenta su cartera, pueden contribuir a aumentar la volatilidad del tipo del dólar intentando periódicamente cubrir su posición. Parece que estos inversionistas fueron especialmente activos en 1998. Así pues, la futura senda del dólar puede depender hasta cierto punto de cuál de estos dos tipos de inversionistas domine. Esta conclusión supone, por supuesto, que el aumento de la volatilidad de los tipos de cambio no inducirá a los que invierten tradicionalmente a largo plazo, sobre todo en Japón, a cubrir más su posición. Ésta podría ser otra fuente de volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo y de presión general a la baja sobre el dólar durante el periodo de ajuste.

Implicaciones
para la política
económica



Partiendo de mínimos de 1,61 DM y 114 ¥ a mediados de octubre, el dólar subió de nuevo tanto frente al marco como frente al yen hasta alcanzar los 1,69 DM y 124 ¥ a mediados de noviembre. Sin embargo, en los dos meses siguientes el yen recuperó el terreno perdido frente al dólar. Su apreciación se acompañó de un enorme aumento de los rendimientos de los bonos del Estado japoneses, que pasaron de alrededor del 1% a casi el 2,5%, y, por lo tanto, de una reducción de la diferencia de rendimientos entre los bonos del Estado estadounidenses y los japoneses. La subida de los tipos japoneses a largo plazo, atribuida generalmente a una modificación temporal del equilibrio entre la oferta y la demanda de bonos del Estado en ese momento, parece que ha sido el principal factor reforzador del yen. Es posible que la preocupación por el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que alcanzó unos niveles sin precedentes durante el tercer trimestre de 1998, también contribuyera a la depreciación del dólar frente al yen. La subida de este último sólo se detuvo cuando intervino el Banco de Japón el 12 de enero de 1999, al aproximarse el tipo de cambio a 108 ¥ por dólar. Entre mediados de enero y mediados de febrero, cuando el Banco de Japón suavizó la política monetaria, y especialmente después de que el Trust Fund Bureau diera marcha atrás en su decisión de ir reduciendo sus compras de bonos del Estado japoneses, el dólar subió de nuevo a 120 ¥.

Las fluctuaciones del euro reflejan las opiniones sobre el crecimiento económico

La introducción del euro el 1 de enero de 1999 provocó una elevada demanda de la nueva moneda, por lo que ésta se apreció frente al dólar, pasando de 1,1668 \$ (el tipo de cierre del ecu el 31 de diciembre de 1998) a 1,18 \$ ese día. Poco después, sin embargo, la incertidumbre sobre el crecimiento económico, así como las persistentes y elevadas tasas de desempleo que afectaban a una parte significativa de la zona del euro, reavivaron las preocupaciones. La continua depreciación que experimentó el euro entre enero y abril de 1999 puede atribuirse a las tendencias divergentes de la actividad económica en Estados Unidos y grandes regiones de la zona del euro. Los datos oficiales publicados a principios de 1999 aportaron pruebas del nivel sorprendentemente elevado de la actividad económica en Estados Unidos, cuyo PIB creció durante el último trimestre de 1998 a una tasa anual del 6,1%. En cambio, el crecimiento económico fue algo menor de lo esperado en algunos países de la zona del euro, sobre todo en Alemania. Como consecuencia de ello, las expectativas del mercado sobre los tipos de interés a corto plazo comenzaron a mostrarse favorables al dólar, como lo demuestra el aumento de la diferencia entre los tipos a futuro implícitos en Estados Unidos y en la zona del euro. Aunque el grado en que el BCE decidió suavizar la política monetaria el 8 de abril tomó por sorpresa al mercado, el euro apenas varió frente al dólar durante los días siguientes.

En los primeros meses de 1999, el equilibrio entre la demanda y la oferta en los mercados de bonos europeos también puede haber contribuido a la depreciación del euro. En comparación con el enorme interés de los emisores de bonos internacionales denominados en euros, la demanda de tales títulos por parte de los gestores de activos parece que ha sido moderada. Hacia mediados de abril, el euro se había depreciado a alrededor de 1,06 \$, en un clima de mantenimiento de las hostilidades en la región de los Balcanes.

Durante las semanas siguientes, el euro se cambió a 1,06–1,07 \$, niveles no muy alejados de los que implicaban las monedas de la zona del euro en abril de 1998. La depreciación experimentada desde enero ha tenido un carácter ordenado, como lo indican los niveles bastante bajos de volatilidad, tanto observados como implícitos. En términos más generales, cualquier otra incertidumbre que haya podido haber sobre la evolución de una nueva moneda ha seguido siendo muy reducida, ya que la volatilidad del euro frente al dólar ha sido similar a la del marco, el franco francés u otras monedas europeas en 1998.

Perspectivas del dólar a largo plazo

El fortalecimiento general que experimentó el dólar entre la primavera de 1995 y el verano de 1998, así como su caída y recuperación posteriores, plantean una vez más la cuestión de las diferencias entre las perspectivas a medio y largo plazo del valor de esta moneda. Desde el punto de vista de los flujos a medio plazo, las grandes fluctuaciones experimentadas por el tipo de cambio entre la primavera de 1995 y el verano de 1998 parecen coherentes con las posiciones cíclicas relativas. El fortalecimiento del dólar contribuyó a desplazar la demanda agregada mundial de las economías que estaban experimentando un notable crecimiento a las que tenían una débil demanda. Lo mismo cabe decir sobre la apreciación del dólar frente al euro a principios de 1999.

Sin embargo, desde una perspectiva a largo plazo, el fortalecimiento del dólar parece más difícil de explicar. Existen dos grandes enfoques para estimar los valores de equilibrio a largo plazo de los tipos de cambio, que sólo pueden generar estimaciones imprecisas. Según el primer enfoque, que examina el poder adquisitivo comparativo de las monedas, actualmente parece que el dólar es algo superior a su valor de equilibrio a largo plazo frente al yen y al euro (cuadro VI.1). Se extrae una conclusión similar si se mide el dólar frente a estimaciones necesariamente aproximadas de su valor correspondiente al equilibrio fundamental, que es el nivel coherente con un cociente estable entre la deuda externa y la producción a largo plazo.

El aumento del déficit comercial, unido a la creciente carga de los intereses de la deuda, hizo que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos alcanzara la cifra histórica de 233.000 millones de dólares en 1998. Como consecuencia de ello, la deuda externa neta de Estados Unidos aumentó, pasando de un 16% del PIB a alrededor de un 19%. Sin embargo,

Las fluctuaciones del dólar quizá sean estabilizadoras a medio plazo ...

... pero la sostenibilidad a largo plazo no está clara

Estimaciones del valor de equilibrio a largo plazo del dólar				
	Tipo de mercado ¹	PPA ²	PPA tendencial ³	Tipo de cambio de equilibrio fundamental ⁴
Yen/dólar	119	163	102	100
Dólar/euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

¹ El 29 de abril de 1999. ² OCDE, 1998 en el caso del yen/dólar y 1996 en el del dólar/euro "sintético". ³ Warburg Dillon Read, principios de 1999. ⁴ Institute for International Economics, principios de 1999. Cuadro VI.1

el hecho de que las tasas de rendimiento de los activos externos estadounidenses hayan sido tradicionalmente mayores que las de los pasivos, reduce las implicaciones de esta deuda externa neta para el futuro pago de los intereses. La renta neta de Estados Unidos sólo se volvió negativa en 1997, y en 1998 aún representaba menos de un 1% del PIB. En cambio, los activos externos netos de Japón, que actualmente representan más de un 25% del PIB, sólo están generando una renta neta de aproximadamente un 1,5% del PIB.

Evolución de los mercados de divisas emergentes

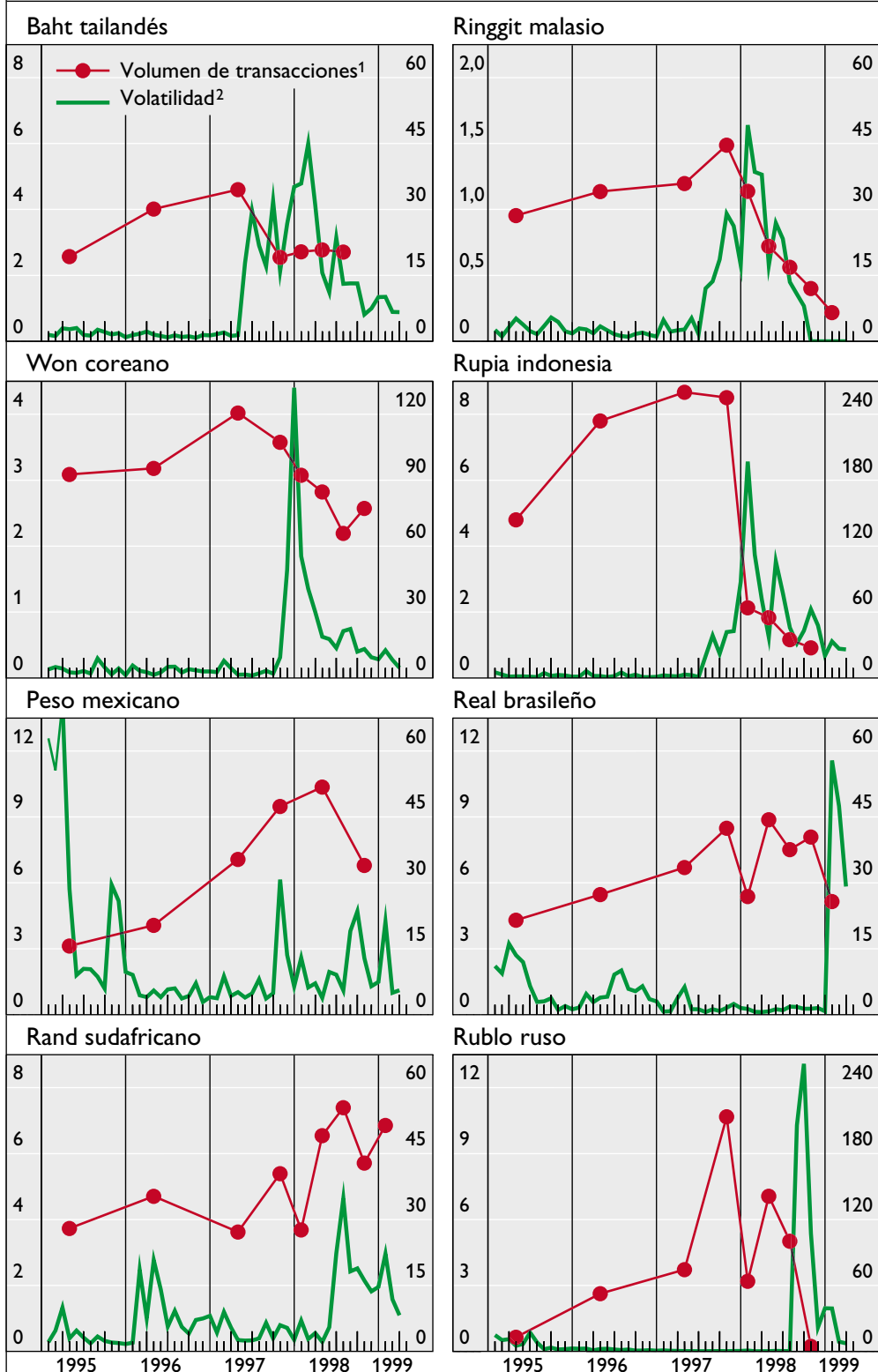
La crisis sacude a Rusia y Brasil

Durante 1998 y principios de 1999, ocurrieron dos importantes acontecimientos en los mercados de divisas de las economías emergentes (véase también el capítulo III). En primer lugar, la convulsión afectó al rublo en agosto de 1998, para, a continuación, extenderse a México, donde las entradas de capitales disminuyeron vertiginosamente y la moneda experimentó una notable depreciación. En enero de 1999, Brasil se vio obligado a devaluar el real tras intensas presiones especulativas. En segundo lugar, los mercados de divisas de Asia mostraron indicios de estabilización, tras las oleadas de convulsiones sufridas en 1997 y principios de 1998, lo que permitió a las autoridades monetarias bajar gradualmente los tipos de interés a corto plazo. Como muestra el ejemplo del won (véase el gráfico VI.7), la volatilidad del tipo de cambio con respecto al dólar, que había aumentado vertiginosamente en 1997 y a principios de 1998, retornó a los niveles anteriores a la crisis. Este hecho fue paralelo al retorno de la estabilidad a los mercados financieros de la región y a la mejora de los resultados económicos. Otras monedas que habían sorteado mejor la convulsión en 1997, como el yuan y el dólar de Hong Kong, permanecieron estables durante 1998 y en la primera parte de 1999.

Los mercados de divisas de Asia están estabilizándose

La estabilización de los tipos de cambio se debió en gran parte a factores internos. También contribuyeron las fluctuaciones del tipo de cambio entre el yen y el dólar, así como la evolución de la relación de las monedas asiáticas con éste. Antes de estallar la crisis en 1997, la mayoría de las monedas de los mercados emergentes de Asia estaban firmemente vinculadas al dólar. Como consecuencia de la notable apreciación que experimentó la moneda estadounidense frente al marco y especialmente frente al yen entre 1995 y 1997, los tipos de cambio efectivos asiáticos se apreciaron notablemente, reduciendo en grado considerable la competitividad, lo que presionó sobre muchas monedas asiáticas y provocó finalmente la ruptura de su vínculo con el dólar. Durante el segundo semestre de 1997 y el primero de 1998, la rupia, el won, el ringgit y el baht mantuvieron su distancia con respecto a la moneda estadounidense y siguieron bastante de cerca al repliegue del yen con respecto al dólar (gráfico VI.8). Hasta agosto de 1998, estas monedas recuperaron su competitividad al variar más estrechamente con el debilitado yen y tener un vínculo menor con el fortalecido dólar. Lo mismo ocurrió con casi todas las demás monedas asiáticas, con la notable excepción del yuan y del dólar de Hong Kong, que permanecieron firmemente vinculadas a la moneda estadounidense.

Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes



Nota: Algunos cambios estructurales ocurridos en el mercado ruso de divisas contribuyeron a la enorme disminución del volumen de transacciones después de julio de 1998.

¹ Volumen local de transacciones en la moneda nacional, por sesión en el mes indicado (en miles de millones de dólares de EE.UU.; escalas de la izquierda), salvo en el caso de Brasil y México, en el que el volumen de transacciones comprende otras monedas (para más información, véase el informe anual del año pasado, cuadro VI.5). ² Desviación estándar mensual anualizada de las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio con respecto al dólar (escalas de la derecha).

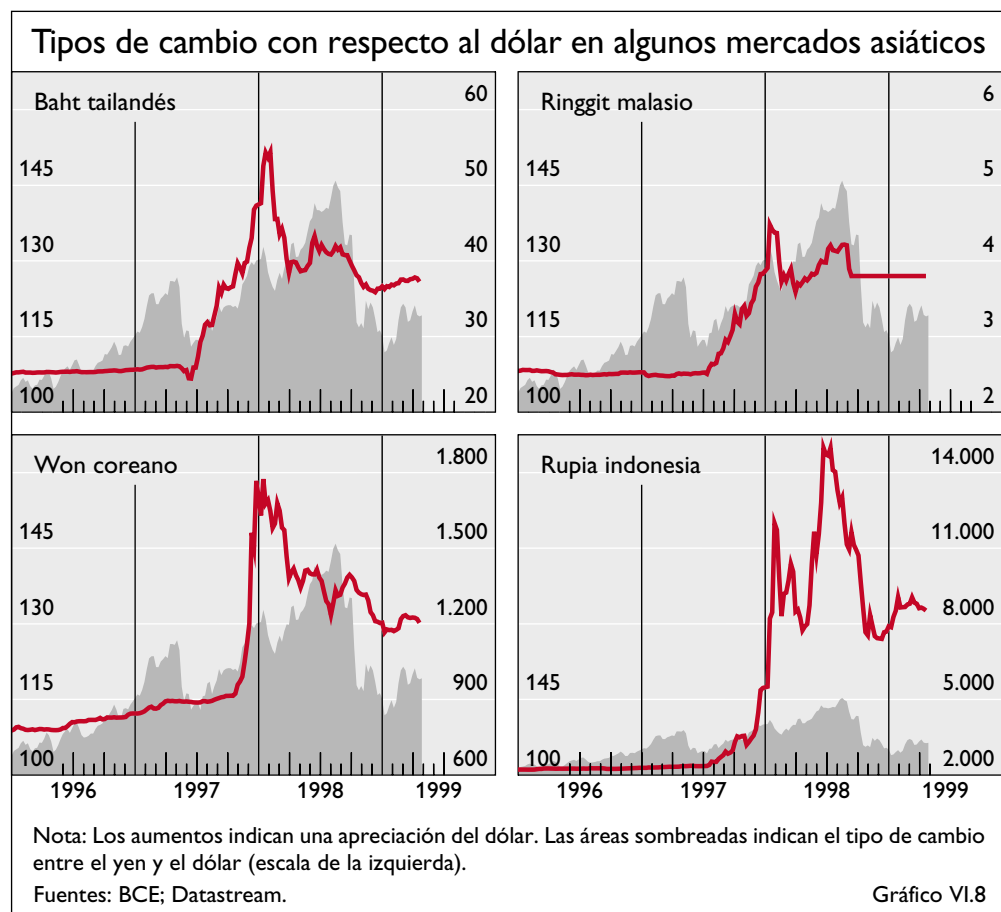
Fuentes: Bancos centrales; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico VI.7

Dado que las exportaciones de China a Estados Unidos, la Unión Europea y Japón tienen un perfil sectorial muy similar al de las exportaciones de Corea, Tailandia y Filipinas (cuadro VI.2), cuyas monedas se habían depreciado significativamente, la fijación del yuan al dólar parecía especialmente vulnerable cuando éste se aproximó a los 150 ¥ a mediados de agosto de 1998. Sin embargo, cuando el dólar perdió alrededor de una cuarta parte de su valor frente al yen en las seis semanas siguientes, desapareció la preocupación de los operadores de que China abandonara la vinculación de su moneda al dólar. Al mismo tiempo, otras monedas de Asia dejaron de evolucionar al mismo ritmo que el yen y volvieron a variar en el mismo sentido que el dólar, que estaba depreciándose.

Después de enero de 1999, la evolución de las monedas asiáticas tendió de nuevo a estar más correlacionada con la del yen. El hecho de que desde mediados de 1997 la mayoría de las monedas asiáticas hayan tendido a seguir más estrechamente a la que estuviera depreciándose —ya fuera el dólar o el yen—, sugiere la aparición de un enfoque más ecléctico en la gestión de los tipos de cambio en la región. Una excepción es Malasia, que fijó su moneda al dólar en septiembre de 1998 e introdujo rigurosos controles sobre los movimientos de capitales, los cuales se suavizaron en parte a principios de 1999.

Aunque los tipos de cambio se estabilizaron en Asia durante 1998, la caída del rublo en agosto, las presiones sufridas por el peso mexicano durante



Fuentes de las presiones competitivas sobre las monedas asiáticas									
	Corea	India	Tailandia	Malasia	Singapur	Indonesia	Filipinas	China	Taiwán
India	38								
Tailandia	63	44							
Malasia	66	23	58						
Singapur	53	17	46	56					
Indonesia	37	42	45	41	21				
Filipinas	69	38	67	71	51	42			
China	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwán	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Nota: La similitud de la composición por mercancías de las exportaciones de países asiáticos a Estados Unidos, Japón y la Unión Europea se mide por medio del índice de Finger, utilizando la clasificación SITC a dos dígitos de las exportaciones totales (X_i).

El índice de Finger de dos países i y j se obtiene aplicando la fórmula siguiente:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min} \left[\left(\frac{X_k^i}{X_i} \right), \left(\frac{X_k^j}{X_j} \right) \right], \text{ donde } 64 \text{ es el número de sectores.}$$

El índice varía entre 0 (ninguna similitud) y 100 (idéntica composición de las exportaciones).

Fuentes: F. M. Finger y M. E. Kreinin, "A measure of export similarity and its possible uses", en *The Economic Journal*, vol. 89, págs. 905–912; OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro VI.2

los meses siguientes y los ataques especulativos contra el real brasileño, que culminaron en la decisión de dejarlo flotar en enero de 1999, muestran que las monedas de los mercados emergentes continúan siendo vulnerables. Por otra parte, las cifras sobre el volumen de transacciones realizadas en los mercados de divisas en estos últimos años ponen de manifiesto que la actividad sigue siendo moderada en estos mercados (gráfico VI.7). De hecho, en algunos casos, como Indonesia y Malasia, el volumen de transacciones es menor que en 1995. Este hecho es coherente con el cambio de sentido de las entradas de capital en los mercados emergentes descrito en el capítulo VII. Desde agosto de 1998, también ha reflejado la huida mundial en busca de calidad y liquidez (véase el capítulo V) que se produjo tras la crisis rusa.

El gráfico VI.7 muestra dos tipos diferentes de relación entre la actividad de los mercados y su volatilidad. Siguiendo una pauta característica de los mercados de valores, el aumento de la volatilidad observada en el mercado de divisas sudafricano en 1998 se acompañó de un incremento del volumen de transacciones. En cambio, los mercados que experimentaron espectaculares convulsiones, como los de Indonesia en 1997 y principios de 1998 y Rusia en el verano de 1998, muestran una correlación inversa entre la volatilidad y la actividad. En el caso de Rusia, por ejemplo, el volumen de transacciones aumentó en los mercados de divisas a un ritmo extraordinariamente rápido entre 1995 y 1997. Tras la caída del rublo, desapareció casi por completo la actividad, hecho posiblemente agravado por los cambios estructurales de los mercados.

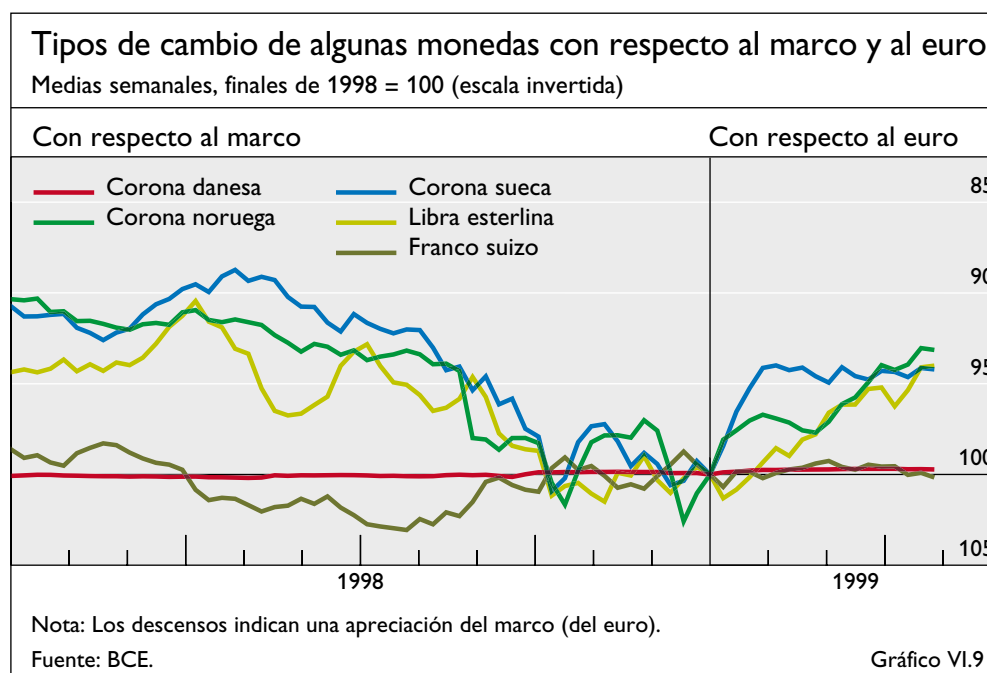
La actividad sigue siendo moderada

Los tipos de cambio intraeuropeos

Los mercados de divisas europeos se caracterizaron en 1998 por una transición fluida a la unión monetaria y una notable estabilidad, a pesar de las convulsiones que afectaron a los mercados financieros mundiales. Durante el primer semestre del año, la convergencia de los tipos oficiales y de los rendimientos de los bonos en Europa fue acompañada de unos tipos de cambio intraeuropeos estables y una disminución del volumen de transacciones en los mercados de divisas. Según la encuesta realizada por los bancos centrales en 1998, la proporción de transacciones marco alemán/franco francés en los mercados al contado, a plazo y de opciones sobre monedas disminuyó considerablemente entre 1995 y 1998. Esta tendencia se aceleró con el anuncio, el 3 de mayo, de la lista de monedas que participarían en la UEM y los niveles en los que se fijarían los tipos de cambio bilaterales.

La perspectiva de entrar en la UEM desempeña un papel estabilizador

Cuando la crisis rusa provocó una huida mundial en busca de calidad y de liquidez en agosto de 1998, los mercados de divisas de la futura zona del euro permanecieron notablemente en calma. Durante los meses siguientes, la volatilidad de las monedas que iban a integrarse en el euro con respecto al marco continuó siendo moderada y los tipos de interés a corto plazo convergieron hacia finales de año (véase el capítulo IV), revelando los efectos estabilizadores de la llegada de la unión monetaria. En cambio, algunas monedas europeas de países que quedarían fuera de la zona del euro sufrieron presiones entre finales de agosto y octubre de 1998. La diferencia entre la respuesta del marco finlandés y la de las coronas noruega y sueca muestra que la perspectiva de entrar en la unión monetaria desempeñó un papel estabilizador. Mientras que el marco finlandés se mantuvo estable frente al marco alemán, la volatilidad de la corona sueca se triplicó entre agosto y octubre al debilitarse frente al marco (gráfico VI.9). En el caso de la corona



noruega, este efecto se vio agravado por el continuo descenso de los precios del petróleo, lo que obligó a las autoridades monetarias a subir considerablemente los tipos oficiales en agosto y, posteriormente, abandonar su objetivo respecto al tipo de cambio.

La debilidad de la corona sueca con respecto al marco durante la mayor parte de 1998 también se debió a la recesión económica de Suecia, que condujo a las autoridades a bajar repetidamente los tipos oficiales. Durante el cuarto trimestre, la corona se estabilizó frente al marco y la diferencia entre los rendimientos de los bonos suecos y los alemanes se redujo, al esperar los operadores que Suecia no tardaría en entrar en la UEM.

La conducta de dos importantes monedas europeas no pertenecientes a la zona del euro —la libra esterlina y el franco suizo— también reflejó los factores cíclicos subyacentes y las consiguientes respuestas de la política monetaria. El debilitamiento que sufrió la libra frente al marco durante los tres primeros trimestres de 1998 puede atribuirse a los cambios de las expectativas sobre los tipos de interés del mercado británico en respuesta a la aparición de datos indicativos de que el crecimiento de la economía de ese país estaba desacelerándose. La revisión a la baja de las expectativas, evidente en los tipos de interés a futuro implícitos (gráfico VI.2), se confirmó al final por el descenso gradual de los tipos británicos a corto plazo entre octubre de 1998 y abril de 1999. El tipo de cambio entre la libra y el euro fluctuó dentro de una estrecha banda, apreciándose gradualmente la primera de 0,71 £ a 0,66 £ entre enero y abril de 1999. Esta apreciación, en un momento en el que el euro estaba debilitándose frente al dólar, reproduce la conducta revelada por la moneda británica en relación con el marco y el dólar desde principios de los años 90.

El franco suizo, siguiendo una pauta similar a la observada en el pasado, se depreció frente al marco al debilitarse éste durante el primer semestre de 1998, y se fortaleció cuando el marco recuperó el terreno perdido frente al dólar durante el segundo semestre. El franco suizo se depreció levemente frente al euro entre enero y abril de 1999 al caer este último frente al dólar. Sus fluctuaciones frente a la nueva moneda reprodujeron, pues, la pauta seguida en el pasado con respecto al marco. El deseo de las autoridades suizas de mantener esta relación quedó ilustrada por la medida monetaria sincronizada que tomaron el 6 de abril de 1999 cuando el BCE bajó los tipos.

La libra esterlina y el franco suizo evolucionan en paralelo al euro ...

... como lo hacían antes en relación con el marco

Los mercados de divisas tras la introducción del euro

Durante los primeros meses tras la introducción del euro, la atención se centró en las variaciones a corto plazo del valor de la nueva moneda y, en particular, en su depreciación frente al dólar. Sin embargo, es probable que la llegada del euro provoque cambios estructurales en los mercados de divisas. Estos cambios, cuya cronología es difícil de predecir, están relacionados con el papel que desempeñará el euro en el futuro como moneda de transacción, de reserva, de inversión y de anclaje. El euro representa a una zona económica con el 16% del PIB mundial y el 30% del comercio mundial, proporciones

La importancia del euro depende de su papel como moneda de transacción ...

comparables a las de Estados Unidos, pero no se sabe si acabará cobrando la misma importancia que el dólar.

El euro puede desempeñar un importante papel como moneda de transacción. El uso de una moneda en los mercados de divisas indica su importancia como moneda para realizar transacciones. A juzgar por los datos publicados en la encuesta trienal de 1998, el dólar sigue siendo con gran diferencia la moneda dominante para realizar transacciones (cuadro VI.3). Teniendo en cuenta la proporción del comercio total que desapareció al llegar la UEM, se estima que el dólar aparece en un 94% de todas las operaciones al contado y a plazo. Según las estimaciones basadas en las transacciones realizadas en monedas de la zona del euro en 1998, cuando comenzó la UEM el euro se utilizaba en un 50% aproximadamente de todas las transacciones de divisas. A largo plazo, es probable que aumente esta proporción a un nivel que dependerá del papel que desempeñe como moneda de reserva, de inversión y de anclaje.

Entretanto, lo que es seguro es que la introducción del euro ha provocado una reducción de la actividad en los mercados de divisas. Según la encuesta de 1998, el volumen de transacciones entre las futuras monedas de la UEM, que en 1995 representaba un 13% del total, se redujo a menos de un 6% en 1998.

Mercados de divisas y UEM						
	Volumen de transacciones ¹ en 1995			Volumen de transacciones ¹ en 1998		
	Total	Frente al dólar de EE.UU.	Frente a las monedas de la UEM ²	Total	Frente al dólar de EE.UU.	Frente a las monedas de la UEM ²
En miles de millones de dólares de EE.UU.						
Dólar de EE.UU.	1.313,4	–		1.741,0	–	
Monedas de la UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	968,4	709,1	125,1 ³
Marco alemán	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franco francés	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Ecu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen japonés	371,4	329,9		407,2	363,3	
Libra esterlina	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franco suizo	116,3	85,7		138,8	108,7	
Total	1.571,8	1.313,4		1.981,6	1.741,0	

Nota: Las estimaciones se indican en cursiva.

¹ Volumen medio diario de transacciones, una vez descontada la doble contabilización entre agentes. Dado que el cuadro recoge las transacciones en las que aparece cada moneda en uno de los dos lados, las operaciones se registran dos veces. Para tenerlo en cuenta, el total (que comprende también otras monedas y cantidades no asignadas) se divide por dos. ² La encuesta sólo indica la descomposición en el caso del marco alemán, el franco francés, la libra esterlina, el ecu y la suma de todas las demás monedas del SME. Para estimar el volumen de transacciones en las monedas de la UEM, se desagrega la suma de otras monedas del SME utilizando cifras sobre la actividad en moneda local, basándose en el método utilizado en el cuadro V.5 del 67º informe anual. ³ Antes de la entrada en vigor de la UEM, las transacciones cambiarias entre monedas de futuros miembros se realizaban a veces utilizando el dólar de EE.UU. como vehículo. Como consecuencia de ello, una estimación de la importancia actual del euro, el dólar y el yen obtenida restando el volumen de transacciones intra-UEM de 1998 conduce a sobrestimar la importancia del euro, subestimar la del yen y estimar correctamente la del dólar.

Fuentes: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity (1995, 1998)*; cálculos del BPI. Cuadro VI.3

Merece la pena señalar que la desaparición de este importante segmento de los mercados de divisas no se ha visto contrarrestada por un aumento de la actividad en las monedas de los mercados emergentes, como se esperaba. El volumen de transacciones en estas monedas disminuyó, de hecho, entre 1997 y 1998.

Para evaluar el papel del euro como moneda de reserva, es necesario distinguir entre su evolución a corto plazo y sus perspectivas a largo plazo. En los últimos años, la proporción de reservas oficiales mundiales invertidas en instrumentos denominados en dólares se ha mantenido bastante estable en torno a un 70% (cuadro VI.4). Las proporciones correspondientes al marco y al yen son mucho más similares, representando alrededor del 11% y el 5%, respectivamente, a finales de 1998. La disminución de la proporción correspondiente a las monedas europeas, excluido el marco e incluido el ecu, explica en gran parte la reducción que experimentaron en 1998 las reservas no denominadas en dólares. Las monedas de la UEM, consideradas en su

... como moneda de reserva ...

Reservas oficiales de divisas					
	1995	1996	1997	1998	Cantidades existentes a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.					
	Variaciones, a los tipos de cambio vigentes				
Total	198,5	172,3	52,7	63,8	1.636,1
Países industriales	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asia ¹	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
América Latina ²	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europa oriental ³	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Otros países	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Variaciones, a tipos de cambio constantes ⁴				
Total	180,8	200,3	111,4	28,8	1.636,1
Reservas de dólares mantenidas en:	142,5	162,1	78,3	25,7	1.144,6
Estados Unidos ⁵	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Bancos fuera de Estados Unidos ⁶	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Sin determinar	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Reservas en otras monedas de las cuales:	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
Depositadas en bancos ⁶	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

¹ China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. ³ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Rusia. ⁴ Algunas cifras son estimaciones; valoradas a los tipos de cambio de finales de año. El residuo se ha distribuido en función de las reservas conocidas. ⁵ Excluidos los pagos anticipados de ventas al extranjero de material militar y el valor corriente de los bonos de cupón cero emitidos para los gobiernos de Argentina, México y Venezuela como garantía de sus bonos Brady. ⁶ Depósitos de instituciones monetarias oficiales en bancos declarantes al BPI.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

Cuadro VI.4

conjunto, representaban alrededor de un 15% de las reservas mundiales en 1998. Al haber desaparecido las tenencias de monedas de la UEM en los países de la zona del euro, la proporción de las reservas totales correspondiente al dólar habrá aumentado algo. A más largo plazo, el peso del euro en las reservas mundiales en relación con la suma de las monedas que lo constituyen dependerá de las futuras estrategias de gestión de las reservas por parte de los bancos centrales. El papel desempeñado como moneda de anclaje también puede ser relevante si los países que fijan su moneda al euro prefieren tener sus reservas en esa divisa. Dados los elevados niveles de reservas que tienen las economías de mercado emergentes, su política de tipo de cambio puede cobrar especial importancia en este sentido.

... como moneda de inversión ...

En el clima de crecientes movimientos internacionales de bonos y acciones (cuadro VI.5), el euro puede desempeñar un importante papel como moneda para realizar inversiones. Durante el primer trimestre de 1999, se registró un considerable número de emisiones de bonos en esta moneda. Como se sugería en el 67º informe anual, la respuesta de los gestores de pasivos y activos a la introducción del euro será crucial para la evolución de la nueva moneda. El euro se beneficiará, sin duda alguna, de la creciente integración de los mercados europeos de bonos del Estado y de bonos privados. La segmentación que sigue existiendo en algunos de estos mercados, debida entre otras cosas a las diferencias entre las legislaciones, los regímenes tributarios y las prácticas de mercado en los diversos países, indica que el euro también puede tardar algún tiempo en influir en las carteras privadas.

... y como moneda de anclaje

El euro como moneda de anclaje probablemente asumirá el papel que desempeñó el marco hasta finales de 1998. El hecho de que los tipos de cambio con respecto al dólar, al marco y al yen varíen en paralelo, parece indicar que el dólar desempeña un papel dominante en Asia, América Latina y otras regiones (cuadro VI.6). La evidencia sobre la composición por monedas del volumen de transacciones realizadas en los mercados de divisas lleva a la misma conclusión. En 1998, el marco sólo desempeñaba el papel de moneda de anclaje en Europa, lo cual induce a pensar que el euro sólo desempeñará en un futuro inmediato este papel en esa región (y en la anterior zona de influencia del franco francés). A principios de 1999, la libra

Operaciones transfronterizas en bonos y acciones*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	En porcentaje del PIB											
Estados Unidos	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japón	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Alemania	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Francia	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italia	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canadá	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

* Compras y ventas brutas de títulos entre residentes y no residentes.
Fuente: Datos nacionales de balanza de pagos.

Cuadro VI.5

Papel del dólar, el marco y el yen como monedas de anclaje									
	Proporción (en % del total) de operaciones en moneda local frente a ¹			Elasticidad del tipo de cambio ²		Proporción (en % del total) de operaciones en moneda local frente a ¹			Elasticidad del tipo de cambio ²
	\$	DM	Yen			\$	DM	Yen	
Asia					Europa oriental				
Baht tailandés	96,7	0,3	1,9	0,33	Corona checa ⁴	42,8	53,5	3,6 ⁵	0,75
Dólar de Taiwán ³	90,5	1,3	4,4	0,24	Corona eslovaca	85,0	11,9	3,2 ⁵	0,63
Rupia india	90,0	2,9	1,0	0,09	Forint húngaro	71,5	25,4	0,0	0,45
Won coreano	97,3	0,5	1,5	0,29	Zloty polaco	78,9	19,8	n.d.	0,33
América Latina					Otras monedas				
Nuevo sol peruano	100,0	0	0	0,03	Libra turca	100,0	0	0	0,68
Peso colombiano	100,0	0	0	-0,08	Nuevo shequel israelí	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Peso mexicano	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Rand sudafricano	95,0	1,8	3,2	0,11
Real brasileño	85-90 ⁶	n.d.	n.d.	0,55	Riyal saudí	98,1	0,2	0,1	0

¹ Estas proporciones son el cociente entre las transacciones locales en moneda nacional frente al dólar, el marco y el yen y las transacciones locales totales en esa moneda (julio de 1998). ² Las elasticidades de los tipos de cambio se estiman como los coeficientes de la regresión $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (yen/\$)_t + u_t$, donde X_t es el tipo de cambio de una moneda con respecto al dólar. Todas las variables se expresan en variaciones porcentuales. La regresión se estima con datos mensuales del periodo muestral enero de 1993-diciembre de 1998. Los valores indicados son elasticidades con respecto al tipo yen/dólar en el caso de las monedas asiáticas y con respecto al tipo marco/dólar en el caso de todas las demás monedas. Una elasticidad cercana a 0 indica una evolución estrechamente paralela a la del dólar. ³ Abril de 1998. ⁴ Octubre de 1997. ⁵ Comprende otras monedas. ⁶ Estimación.

Fuentes: Bancos centrales; Datastream; FMI; cálculos del BPI. Cuadro VI.6

esterlina, el franco suizo, la corona sueca y la mayoría de las monedas de Europa oriental reaccionaron a las fluctuaciones del tipo entre el euro y el dólar más o menos de la misma forma que reaccionaban antes a las variaciones del tipo entre el marco y el dólar. En promedio, cada vez que el euro se depreció un 1% frente al dólar, el franco suizo se depreció alrededor de un 1,1%. La corona sueca siguió menos de cerca al euro, ya que tendió a depreciarse alrededor de un 0,7% cada vez que el euro se depreció un 1%, mientras que la libra tendió a depreciarse un 0,5%. La corona checa se comportó como la corona sueca, mientras que las fluctuaciones del zloty frente al dólar fueron, en promedio, inferiores a un tercio de las del euro. En cambio, el forint siguió más al euro que al marco.