

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

El considerable debilitamiento del dólar estadounidense durante gran parte de 2004 fue la característica más destacada de los mercados de divisas durante el periodo analizado. Como ocurrió en los dos años anteriores, el dólar se depreció notablemente frente al euro, el yen y otras divisas con tipo de cambio flotante. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en ese periodo, el dólar también perdió terreno frente a varias divisas de economías de mercado emergentes de Asia. Sin embargo, entre enero y mediados de abril de 2005, la tendencia bajista del dólar estadounidense se invirtió en parte.

Tres factores principales parecen haber impulsado la evolución de los tipos de cambio, empujando al dólar en distintas direcciones. En primer lugar, la atención prestada por los agentes económicos al incremento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y al aparente exceso de dólares en las carteras de los bancos centrales asiáticos parece haber pesado sobre la divisa. En segundo lugar, durante los primeros meses de 2005, los cambios en las expectativas respecto al crecimiento del producto en términos relativos y las variaciones de los tipos de interés tendieron a apoyar al dólar. Prueba de ello fue la popularidad de las estrategias de *carry trade*. En tercer lugar, la acumulación de reservas oficiales de divisas en Asia contuvo la depreciación del dólar frente a varias monedas de economías de mercado emergentes de esa región. Sin embargo, en comparación con años anteriores, un mayor número de divisas registró avances considerables frente al dólar.

Los mercados de divisas se caracterizaron por una escasa volatilidad a corto plazo y un elevado volumen de operaciones. Esta última circunstancia parece haberse debido a la intensidad de la negociación llevada a cabo tanto por inversionistas institucionales como por agentes apalancados.

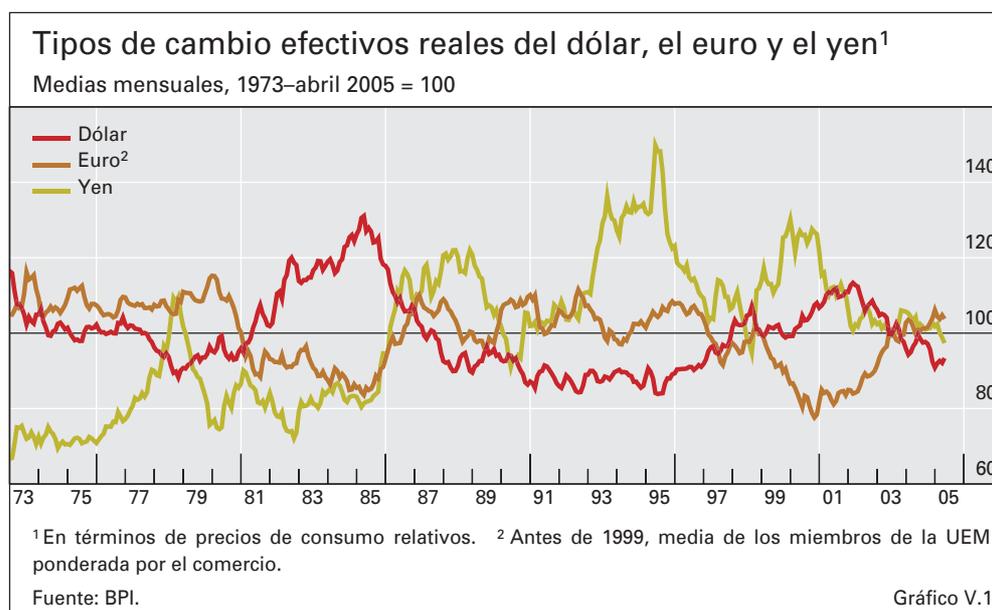
Una cuestión que se analiza más adelante en este capítulo es si el sistema monetario internacional podría verse amenazado por dos fenómenos que, siendo distintos, guardan relación: el patrón de los actuales desequilibrios por cuenta corriente o el patrón en la composición de divisas en las carteras mundiales, o por ambos a la vez. Si bien es innegable que el primero de ellos resulta insostenible en el tiempo, la acumulación de déficit tal vez se encuentre en una fase más temprana de lo que a menudo se admite y los condicionamientos políticos podrían anteponerse a los económicos. Por su parte, los posibles desequilibrios en las carteras son menos evidentes de lo que suele afirmarse. Sin embargo, si se redujera mucho más la amplia zona del dólar en la economía mundial podría producirse, en último término, un desequilibrio monetario en las carteras mundiales.

Evolución de los tipos de cambio: los hechos

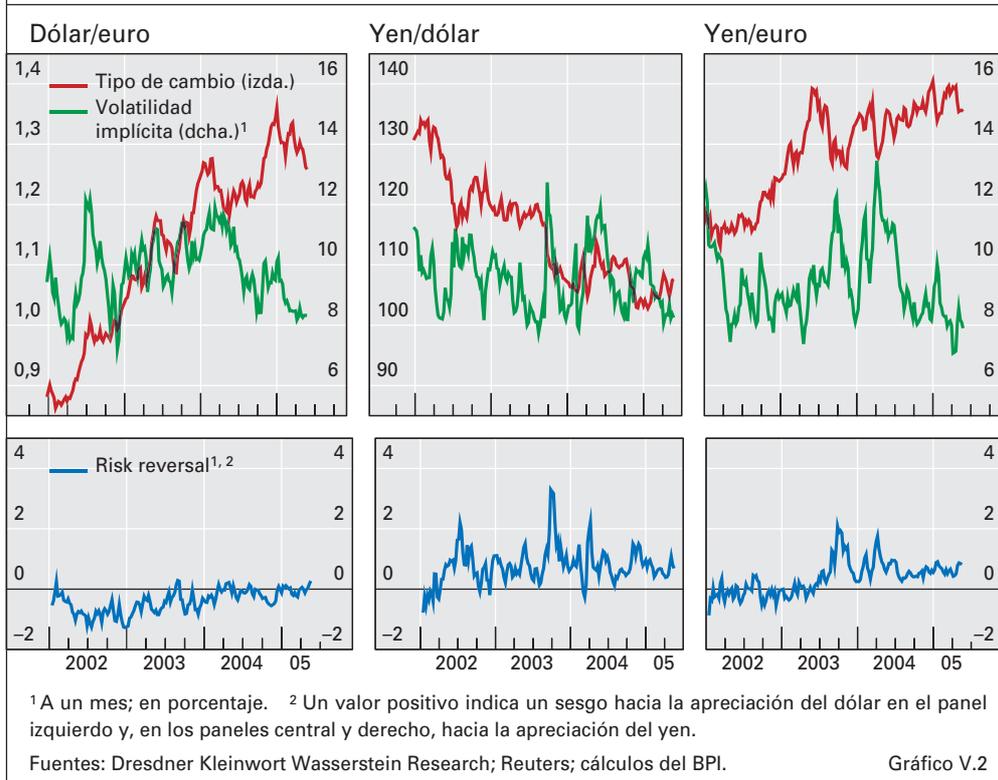
El periodo examinado puede dividirse en dos etapas principales. Durante la primera, de mediados de mayo a finales de diciembre de 2004, continuó la fuerte depreciación del dólar iniciada en los primeros meses de 2002. El retroceso de la moneda estadounidense fue especialmente acusado en el último trimestre de 2004, negociándose a finales de año en torno a un 22% por debajo de su máximo de enero de 2002 en términos efectivos reales (véase el Gráfico V.1). El euro, por su parte, cerró el año un 23% por encima de su mínimo de enero de 2002, mientras que el yen se situó en niveles próximos a los observados tres años antes.

La apreciación de las distintas monedas frente al dólar en 2004 no fue uniforme. En el periodo comprendido entre mayo y diciembre, el dólar perdió un 13% frente al euro, que el 30 de diciembre alcanzó su máxima cotización desde su introducción al situarse en 1,36 dólares (véase el Gráfico V.2). El dólar también perdió valor frente al yen, aunque en menor medida (7%). A diferencia de años anteriores, el Ministerio de Hacienda de Japón no intervino para contener la apreciación del yen registrada desde mediados de marzo de 2004. Otras monedas que avanzaron considerablemente frente al dólar de Estados Unidos fueron el dólar neozelandés (14%), el dólar canadiense (13%), la libra esterlina (8%) y el dólar australiano (7%) (véase el Gráfico V.3). El dólar estadounidense también cedió terreno frente a la mayoría de las monedas europeas no pertenecientes a la zona del euro.

Durante este periodo, el euro se apreció un 6% frente al yen. De este modo, la moneda japonesa volvió a situarse en un nivel intermedio entre el euro y el dólar. El euro también avanzó frente al dólar australiano (5%) y a la libra esterlina (4%), aunque se mantuvo, en general, estable frente al franco suizo, la corona sueca, la corona noruega, así como el dólar canadiense y el neozelandés.



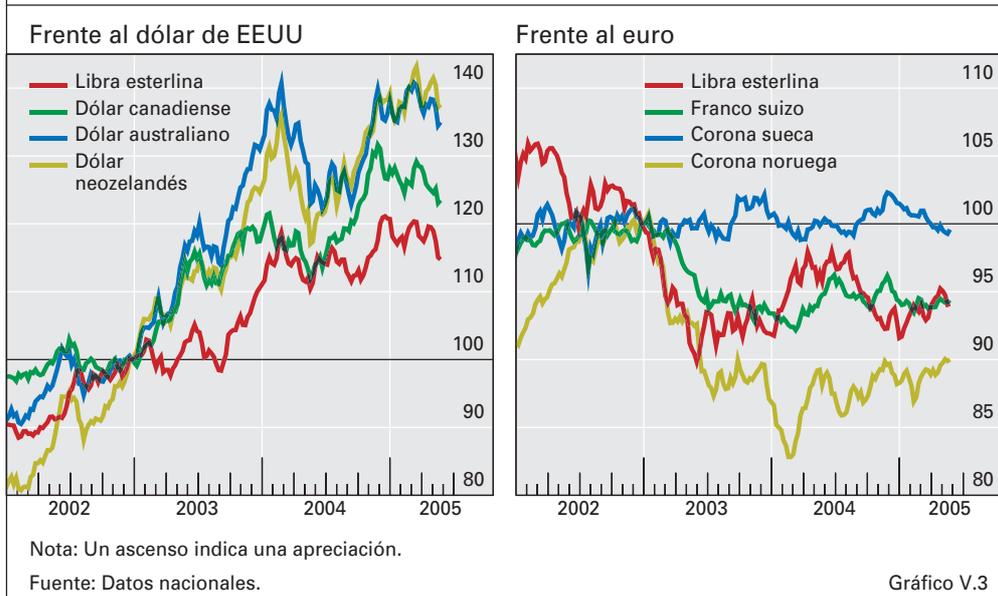
Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen



Al igual que en los últimos años, varias divisas de economías de mercado emergentes también registraron avances sustanciales frente al dólar (véase el Gráfico V.4). Sin embargo, la lista de este año incluía varias monedas asiáticas entre las que destacaban el won y, en menor medida, el baht, la rupia y el nuevo dólar taiwanés. A excepción del won, las monedas de economías

Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, final 2002 = 100





de mercado emergentes de Asia en general se depreciaron frente al yen. En América Latina, el avance del real brasileño y del peso chileno frente al dólar en el periodo comprendido entre mayo de 2004 y los primeros meses de 2005 fue considerable. El rand sudafricano mantuvo su firme tendencia a apreciarse frente al dólar, mientras que la cotización de las monedas de varios países de Europa oriental —especialmente la corona checa, el zloty polaco y el forint húngaro— aumentó apreciablemente frente al dólar y frente a un euro al alza.

Durante la segunda fase, desde principios de enero a mediados de abril de 2005, el dólar recuperó algo de terreno frente a la mayoría de divisas. El repunte coincidió con la publicación de datos macroeconómicos más favorables en Estados Unidos. Durante este periodo, el dólar se apreció en torno a un 6% frente al euro y al yen, y entre un 3% y un 4% frente a la libra esterlina y a los dólares canadiense, australiano y neozelandés. Las excepciones más importantes a esta pauta fueron las monedas de economías de mercado emergentes de Asia, que continuaron apreciándose frente al dólar y al yen.

Estos acontecimientos estuvieron acompañados de un cambio en el clima del mercado, que se reflejó en los precios de las opciones. Durante la mayor parte de 2004, la opinión de los mercados respecto a las probabilidades de fortalecimiento o debilitamiento del dólar, medidas por la cotización de los *risk reversals*, se inclinó notoriamente hacia un dólar débil (véase el Gráfico V.2). Esta pauta fue especialmente pronunciada en el mercado yen/dólar. Sin embargo, la situación comenzó a cambiar en los primeros meses de 2005, al

... se invirtió parcialmente en los primeros meses de 2005

Alteración del clima del mercado ...

indicar los precios de las opciones una actitud de mayor optimismo respecto a la moneda estadounidense. El sesgo previo prácticamente desapareció, al estimar el mercado que la apreciación y la depreciación sustanciales del dólar resultaban casi igual de probables.

Las marcadas fluctuaciones de los tipos de cambio se produjeron en el contexto de dos tendencias destacadas en el mercado de divisas. En primer lugar, como apuntaron los resultados de la *Encuesta Trienal de Bancos Centrales* de 2004 y los analistas de mercado, en el periodo comprendido entre 2001 y 2004 se produjo un aumento generalizado de la negociación cambiaria (véase el Cuadro V.1). En abril de 2004, el promedio diario se situó en 1,9 billones de dólares, lo que respecto a abril de 2001 representa un incremento del 36% a tipos de cambio constantes e invierte con creces el descenso del volumen de transacciones mundial registrado entre 1998 y 2001. El aumento fue especialmente intenso en las operaciones entre los bancos y sus clientes financieros, cuya aportación al volumen total de transacciones pasó del 28% al 33%. Este incremento parece haberse debido, en gran medida, a la mayor actividad de los inversionistas institucionales, los agentes apalancados y los gestores de tesorería de las empresas. En segundo lugar, replicando lo sucedido en otros mercados financieros (véase el Capítulo VI), tanto la volatilidad histórica como la implícita tendieron a reducirse o a mantenerse en niveles relativamente bajos. Por tanto, en conjunto los mercados de divisas continuaron caracterizándose por su ordenada operación y elevado nivel de liquidez.

Al calibrar la magnitud de las oscilaciones de los principales tipos de cambio, dos asuntos merecen especial atención. En primer lugar, entre enero de 2002 y diciembre de 2004 las fluctuaciones de las monedas de los países del G-3 fueron aún menores que las que se produjeron con motivo de la fuerte corrección de mediados de la década de los 80, en la que el dólar perdió aproximadamente el 50% de su valor frente al resto de las principales divisas, tras un periodo de cotizaciones desorbitadas en la primera mitad de la década (véase el Gráfico V.1). En segundo lugar, los valores actuales de las monedas más importantes no distan mucho en términos efectivos reales de los promedios que registraron tras la desaparición del sistema de Bretton Woods

... en un entorno de gran actividad comercial ...

... y baja volatilidad

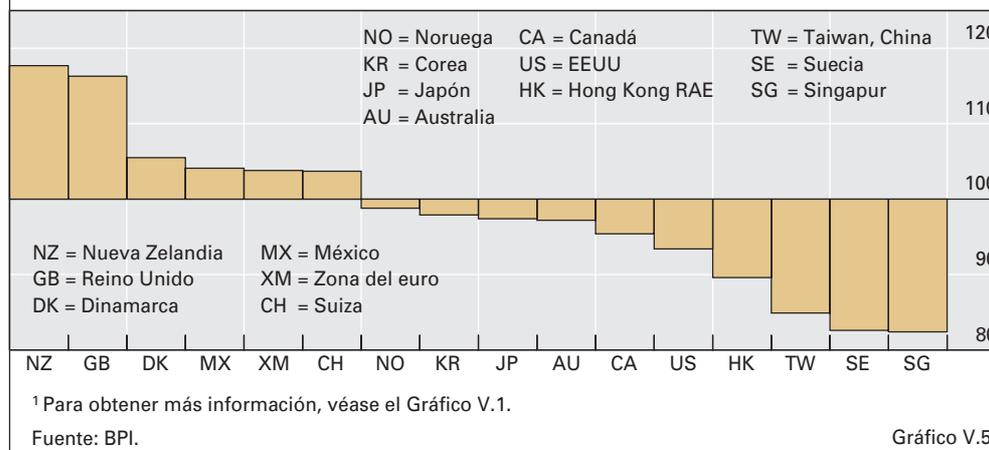
La caída del dólar fue menor que a mediados de los 80

Volumen declarado de transacciones en el mercado de divisas, por entidad de contrapartida ¹					
Medias diarias en abril, en miles de millones de dólares de EEUU					
	1992	1995	1998	2001	2004
Con intermediarios declarantes	540	729	908	689	936
Con otras instituciones financieras	97	230	279	329	585
Con clientes no financieros	137	178	242	156	252
Brechas estimadas en las declaraciones	44	53	60	26	107
<i>Volumen total de transacciones "tradicionales"</i>	818	1.190	1.490	1.200	1.880

¹ Ajustado por la doble contabilización local y transfronteriza.
Fuente: BPI, *Triennial Central Bank Survey*, marzo 2005. Cuadro V.1

Tipos de cambio efectivos reales actuales desde una perspectiva a largo plazo¹

Abril 2005, 1973–abril 2005 = 100



(véase el Gráfico V.5). En abril de 2005, el dólar se situaba tan sólo un 6% por debajo de su media efectiva real desde 1973, mientras que el euro y el yen registraron valores próximos a sus respectivas medias a largo plazo. El dólar neozelandés, la libra esterlina, el nuevo dólar taiwanés, la corona sueca y el dólar de Singapur fueron las únicas monedas que se alejaron más de un 15% de sus respectivas medias.

Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Tres son los factores que parecen haber influido principalmente en la evolución general de los tipos de cambio en el periodo analizado. Primero, la atención prestada por los mercados al desequilibrio de la posición exterior de Estados Unidos y al peso del dólar en la composición de las carteras internacionales pareció tener un efecto significativo sobre la moneda estadounidense. Segundo, las perspectivas de crecimiento interno y los diferenciales de tipos de interés también ayudan a entender la evolución de los tipos de cambio de las principales divisas a principios de 2004 y de 2005, y también afectaron, en parte, al comportamiento de monedas de economías de mercado emergentes. Por último, las políticas cambiarias y las prácticas intervencionistas de países con economías de mercado emergentes, especialmente de Asia, influyeron en la cotización de sus monedas.

El déficit por cuenta corriente estadounidense y la percepción de un posible exceso de dólares

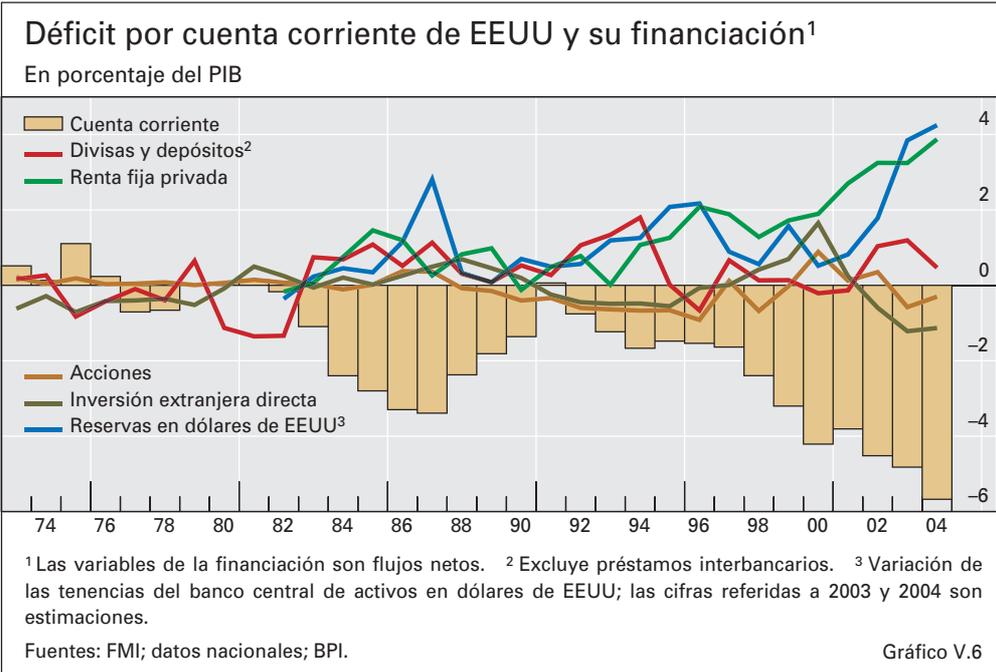
El déficit por cuenta corriente de EEUU y el posible exceso de dólares centraron la atención de los mercados

Como en los dos años anteriores, el principal responsable de la notable depreciación del dólar estadounidense en el transcurso de 2004 fue el interés de los agentes económicos por el creciente desequilibrio en la posición exterior de Estados Unidos y por lo que algunos consideraron un posible exceso de dólares en la composición de las carteras. Especial interés suscitó que el déficit por cuenta corriente alcanzase el 5,7% del PIB (véase el Gráfico V.6) y que los pasivos netos de Estados Unidos frente al exterior

superasen el 25% del PIB. Los agentes del mercado parecieron prestar menos atención al hecho de que, pese a su deuda exterior neta, Estados Unidos continuó siendo receptor neto de rentas de inversión procedentes del extranjero.

Durante la mayor parte de 2004, las expectativas de los mercados de que se acentuaría la depreciación del dólar parecen haberse reflejado en una disposición aparentemente menor del sector privado a financiar el déficit por cuenta corriente estadounidense. Así lo apuntaba un cambio más acusado en la composición de los flujos financieros hacia Estados Unidos en detrimento de los flujos privados (sobre todo, renta variable e inversión extranjera directa) y a favor de los flujos oficiales (véase el Gráfico V.6). En consecuencia, durante el último año, la actitud hacia los activos denominados en dólares de los bancos centrales que habían acumulado volúmenes sin precedentes de reservas de divisas atrajo creciente atención. Las pérdidas observadas en las reservas en dólares se analizaron con lupa en varios países y los mercados se volvieron más sensibles ante las señales de que los bancos centrales podrían estar dispuestos a diversificar la composición de sus reservas alejándose del dólar.

El análisis de regresión aporta diversos indicios de que tanto el desequilibrio de la posición exterior de Estados Unidos, como la percepción de un posible exceso de reservas oficiales en dólares pueden haber influido sobre esa moneda. En primer lugar, el dólar se depreció en promedio frente al euro tras darse a conocer un déficit comercial inesperadamente amplio en Estados Unidos, lo que sugiere que el déficit por cuenta corriente de ese país influyó de algún modo (véase el Cuadro V.2). En segundo lugar, el dólar también reaccionó en general de forma positiva a la publicación de datos sobre las compras de bonos del Tesoro estadounidense efectuadas por no residentes: tendió a apreciarse tras el aumento intermensual de las compras



Noticias y tipo de cambio dólar/euro ¹			
	Coefficiente	Estadístico t	Valor p
Empleo no agrícola ²	-0,0011	-2,95	0,00
Balanza comercial ²	-0,0005	-2,62	0,00
Datos de TIC ³ : Total	-0,0000	-2,84	0,00
Oficial	0,0000	8,30	0,00
Noticias positivas sobre reservas ⁴	-0,0009	-0,50	0,61
Noticias negativas sobre reservas ⁵	0,0038	2,50	0,01

¹ A partir de una regresión, estimada para el periodo comprendido entre enero de 2002 y abril de 2005, que explica las variaciones porcentuales diarias del tipo de cambio dólar/euro en función de las noticias sobre datos macroeconómicos, sobre flujos de capital hacia Estados Unidos y sobre la posibilidad de que los bancos centrales modificaran la composición de sus reservas de divisas. ² Diferencia entre los valores reales y los valores de las encuestas de mercado para cada indicador, dividida por su desviación típica. ³ Variaciones porcentuales intermensuales de las compras netas de bonos del Tesoro estadounidense efectuadas por no residentes. ⁴ Noticias, incluso infundadas, que negaban una diversificación de divisas en detrimento del dólar. ⁵ Noticias, incluso infundadas, que señalaban cierta diversificación de divisas en detrimento del dólar.

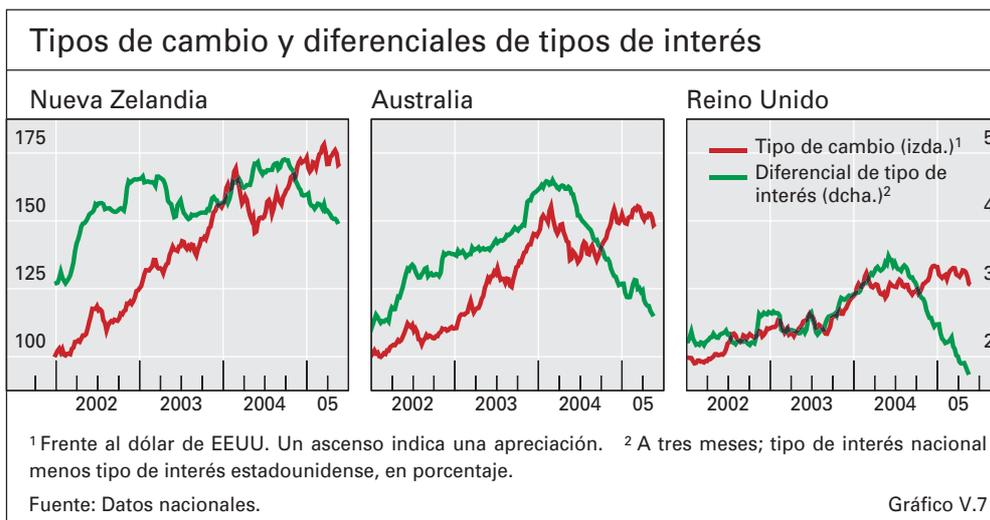
Fuentes: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); estimaciones del BPI. Cuadro V.2

totales y a depreciarse tras el incremento de las compras realizadas por organismos públicos. Esta evolución vendría a corroborar que los mercados interpretaron el cambio en la composición de la financiación del déficit estadounidense desde el sector privado al sector público como una señal de su insostenibilidad. En tercer lugar, la divisa tendió a debilitarse tras las noticias, incluso infundadas, de que los bancos centrales barajaban la posibilidad de diversificar la composición de sus reservas de divisas. Estas noticias tuvieron un efecto asimétrico, ya que su repercusión fue mucho mayor cuando apuntaban a la debilidad del dólar. El alcance de las noticias relativas a la posición de la balanza comercial estadounidense o a la composición de las reservas oficiales de divisas comenzó a ser significativo desde el punto de vista estadístico hacia agosto de 2004, cuando el retroceso del dólar fue especialmente acusado.

Diferenciales de tipos de interés

Los diferenciales de tipos de interés influyeron en algunos momentos

El segundo factor fundamental que influyó en la evolución de los tipos de cambio fueron las cambiantes expectativas del crecimiento y de los diferenciales de tipos de interés. De todos es conocida la dificultad para identificar una correlación fuerte entre la evolución de los tipos de cambio y los tipos de interés efectivos o esperados. En los últimos años, sin embargo, hay indicios de correlación positiva en determinados subperiodos para algunas economías (véase el Gráfico V.7). En concreto, entre enero de 2002 y febrero de 2004, algunas monedas (especialmente la libra esterlina, el dólar canadiense, el dólar australiano y el dólar neozelandés) se apreciaron frente al dólar, cuando el capital movido por la optimización de la rentabilidad perseguía tipos de interés mayores que los de Estados Unidos. Este factor acrecentó la influencia de los precios de los productos básicos y de la favorable relación real de intercambio. Por su parte, la apreciación del dólar frente a estas monedas en los periodos comprendidos entre febrero y mayo de 2004 y de nuevo entre enero y mediados de abril de 2005 fue reflejo



de un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés con respecto a Estados Unidos, que en algunos casos incluso cambiaron de signo.

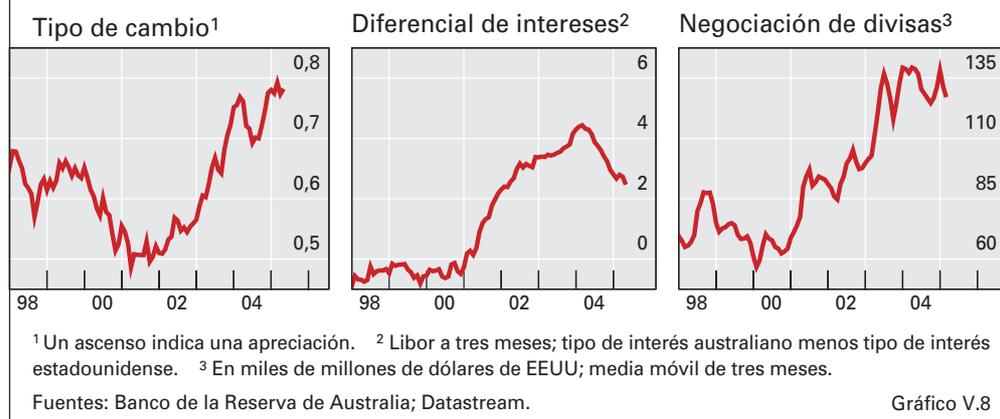
En este contexto de búsqueda constante de rentabilidad a escala mundial, los diferenciales de tipo de interés también siguieron siendo relevantes para las monedas de algunas economías de mercado emergentes. Hasta 2004, en un entorno de financiación barata (que se reflejaba en tipos de interés reducidos) y alta tolerancia al riesgo (que contribuía a reducir los diferenciales crediticios), las monedas de economías de mercado emergentes de mayor rentabilidad —en concreto, el peso chileno, el rand y el real— tendieron a apreciarse frente al dólar. En cambio, a medida que la financiación se encarecía y disminuía la tolerancia de los inversionistas al riesgo, las monedas de economías de mercado emergentes que registraban diferenciales de tipos de interés positivos, aunque decrecientes, tendieron a depreciarse frente al dólar. Entre ellas se encuentran, de nuevo, el peso chileno y el rand, que cayeron en torno a un 5% y un 10% respectivamente, durante los primeros meses de 2005.

Un mecanismo por el que los diferenciales de tipos de interés efectivos y esperados influyeron sobre los tipos de cambio fueron las operaciones de *carry trade*, un vehículo al que recurren los inversionistas internacionales en su búsqueda de la rentabilidad. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable para financiar inversiones en otra de alta rentabilidad suponiendo que la moneda de mayor rentabilidad no se depreciará tanto como para contrarrestar el diferencial de tipos de interés. Estas estrategias las utilizaron diversos tipos de inversionistas durante gran parte de 2004. Parece que los fondos de cobertura y los asesores en operaciones de futuros sobre materias primas recurrieron activamente a estrategias de *carry trade*. Desde 2002, los inversionistas institucionales han optado cada vez más por estas posiciones, con frecuencia en el contexto de estrategias de *currency overlay*, en las que las posiciones en moneda extranjera se gestionan de forma activa e independiente de la inversión subyacente, con el propósito de obtener ganancias adicionales.

La importancia de las operaciones de *carry trade* queda avalada no sólo por los comentarios de los analistas de mercado, sino también por otros dos

Operaciones de *carry trade*, una estrategia de inversión habitual

Tipo de cambio, diferenciales de tipos de interés y volumen de transacciones de Australia



indicios. El primero es la *Encuesta Trienal de Bancos Centrales*, que muestra que el incremento de las operaciones con divisas fue más acusado entre bancos y clientes financieros (véase el Cuadro V.1). Asimismo, la encuesta revela un volumen de negociación excepcionalmente elevado en dos importantes monedas de destino —el dólar australiano (98%) y el dólar neozelandés (152%)— entre abril de 2001 y abril de 2004. Datos de mayor frecuencia referidos a Australia confirman que la ampliación del diferencial de tipo de interés se correspondió con un alza del dólar australiano y un aumento vertiginoso del volumen negociado (véase el Gráfico V.8). El segundo indicio es el análisis de regresión al que se sometió a un grupo de fondos de cobertura radicados en Estados Unidos, que muestra que en 2003 y 2004 existía una correlación estadística significativa entre los rendimientos de estos fondos y una variable que representa los diferenciales de tipos de interés y las variaciones de los tipos de cambio del dólar canadiense y del dólar neozelandés.

Habida cuenta de estos indicios, las operaciones de *carry trade* parecen haber sostenido el avance de algunas monedas frente al dólar estadounidense y al yen en el transcurso de 2004. Por su parte, la decisión de deshacer dichas operaciones en respuesta a variaciones en los tipos de interés oficiales efectivos y esperados de Estados Unidos a principios de 2005 puede haber contribuido a la recuperación general del dólar.

Políticas cambiarias en Asia

Un tercer factor que siguió influyendo sobre los tipos de cambio durante el periodo examinado fue la actividad intervencionista de algunos bancos centrales, especialmente de Asia, en respuesta a la presión alcista sobre sus monedas. Aunque este factor ya había sido relevante en años anteriores, cabe señalar dos diferencias interesantes.

En primer lugar, el Ministerio de Hacienda japonés dejó de intervenir en los mercados de divisas en marzo de 2004. Por tanto, la atención se dirigió mayoritariamente hacia China, donde las autoridades monetarias continuaban acumulando cantidades sustanciales de reservas en dólares para tratar de

En Asia, la actividad intervencionista siguió siendo importante ...

... pese a que las autoridades japonesas no intervinieron ...

mantener el tipo de cambio fijo con esa moneda (véase el Cuadro V.3). Al ser fijo el tipo de cambio de contado, pudieron observarse oleadas especulativas en el mercado de NDF (contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias) en el tercer trimestre de 2004, que se han repetido desde diciembre de ese mismo año (véase el Gráfico V.9). El comportamiento del tipo de cambio NDF se hizo eco de los cambios de opinión del mercado sobre la posibilidad de que el banco central modificase el anclaje actual del tipo de cambio. Las presiones especulativas sobre el renminbi también afectaron al dólar de Hong Kong, cuyo tipo de cambio a plazo siguió a menudo bastante de cerca al del NDF sobre el renminbi.

En segundo lugar, aunque en 2004 algunas economías asiáticas —principalmente Corea, Tailandia y Taiwan (China)— acumularon reservas de divisas a un ritmo superior al de años anteriores, la tendencia de sus monedas a seguir de cerca al dólar fue menos acentuada (véase el Gráfico V.10). En la segunda mitad de 2004, el won compartió más de la mitad de las variaciones del yen frente al dólar, mucho más que en años anteriores. En concreto, por cada apreciación intersemanal del 1% del yen frente al dólar, el won se apreció

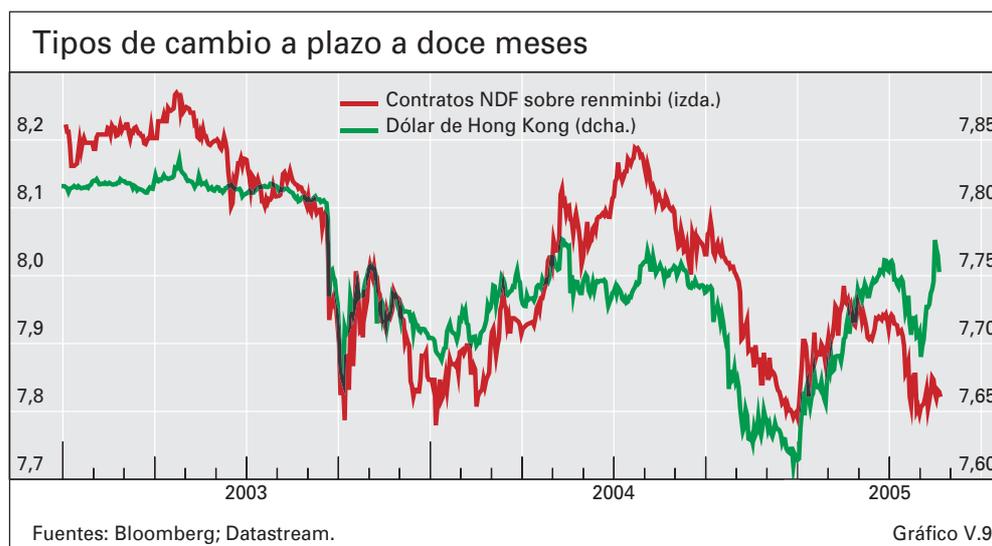
... y algunas monedas asiáticas se apreciaron de un modo más sustancial

Variaciones anuales de las reservas oficiales de divisas							
En miles de millones de dólares de EEUU							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	<i>Pro memoria: Cantidades en circulación (feb 2005)</i>
	A tipos de cambio vigentes						
Total	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3.812,2
Países industrializados	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1.306,4
Estados Unidos	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Zona del euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japón	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asia	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1.624,4
China	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Filipinas	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Hong Kong RAE	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
India	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesia	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malasia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Singapur	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Tailandia	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Taiwan, China	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
América Latina ¹	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentina	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasil	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
México	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
ECO ²	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

¹ Países mencionados además de Colombia, Perú y Venezuela. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estimaciones del BPI.

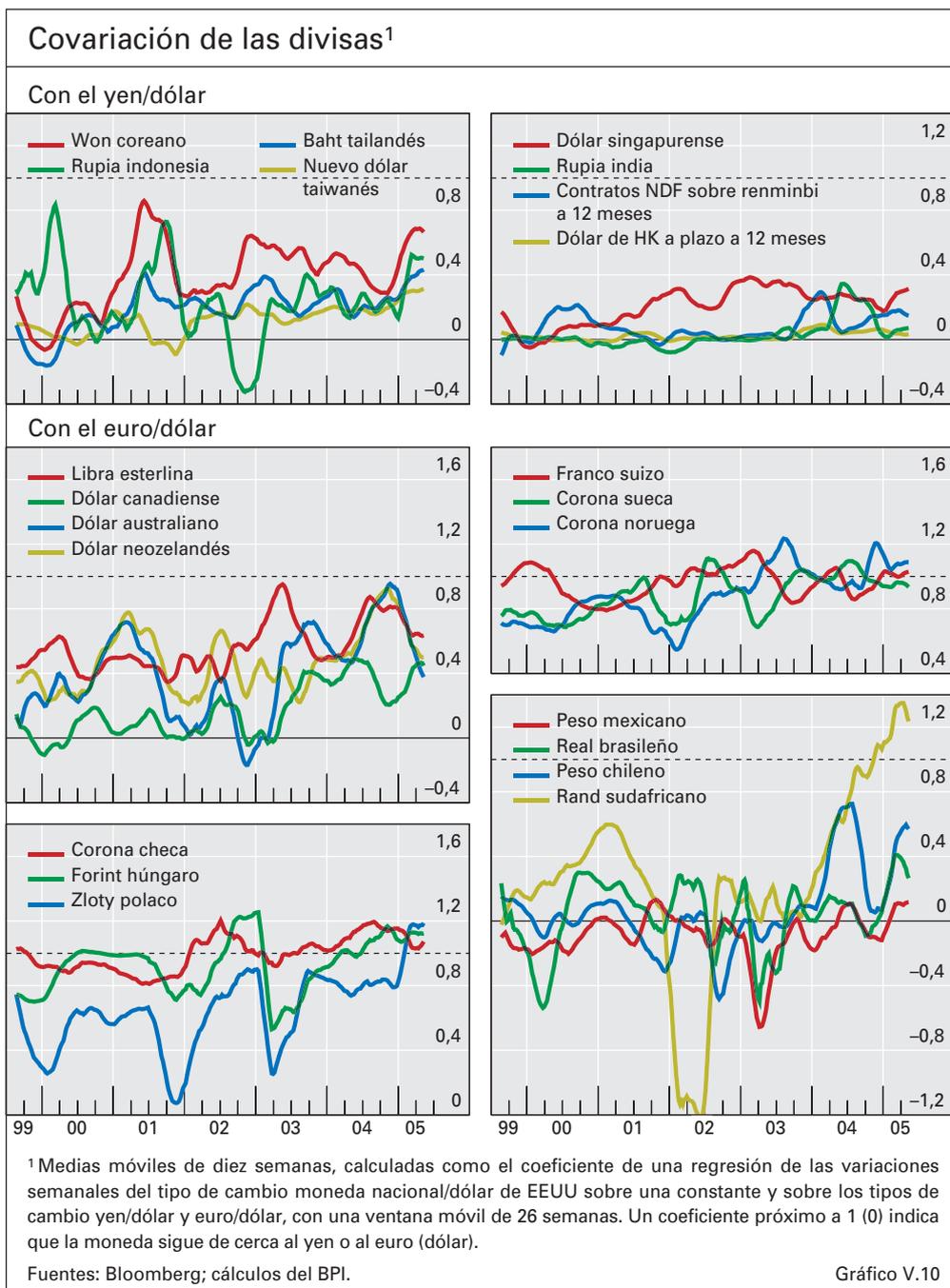
Cuadro V.3



un 0,6% frente a la moneda estadounidense. Un factor que posiblemente haya determinado en gran medida esta evolución podría ser la orientación más acusada de las políticas cambiarias asiáticas hacia tipos de cambio efectivos, un proceso que habría comenzado alrededor de 2001 y del que sería prueba indirecta el hecho de que la volatilidad de los tipos de cambio efectivos nominales en Corea, Singapur, Tailandia y Taiwan (China) haya tendido a aumentar menos o a disminuir más que la de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar (véase el Cuadro V.4). Por tanto, aunque en Asia el dólar sigue desempeñando un papel destacado, el énfasis de las políticas monetarias parece haberse desplazado de los tipos de cambio bilaterales a los efectivos. Un aspecto de esta reorientación es la importancia que parecen tener en los mercados de divisas asiáticos las cambiantes expectativas sobre el renminbi. Aunque la evolución del cambio entre yen y

Volatilidad de los tipos de cambio y variaciones de las reservas						
	Enero 1999–diciembre 2001			Enero 2002–abril 2005		
	Volatilidad del tipo de cambio ¹		Variación de las reservas ²	Volatilidad del tipo de cambio ¹		Variación de las reservas ^{2,3}
	Bilateral	Efectivo nominal		Bilateral	Efectivo nominal	
China	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Corea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Filipinas	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Hong Kong RAE	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
India	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonesia	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Malasia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Singapur	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Tailandia	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3
Taiwan, China	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5

¹ Desviación típica de las variaciones porcentuales semanales anualizadas de los tipos de cambio durante el periodo indicado.
² Variación acumulada para el periodo indicado en miles de millones de dólares de EEUU. ³ Hasta marzo de 2005.
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; datos nacionales; BPI. Cuadro V.4



dólar influye significativamente en las divisas asiáticas, las operaciones con NDF sobre renminbis parecen ganar protagonismo. Una posible interpretación sería que los agentes del mercado pueden haber negociado con monedas de economías emergentes asiáticas que no tienen vinculado su cambio al dólar como sustitutos del renminbi, por lo que las presiones especulativas sobre este último pueden haber contribuido a una apreciación del primero.

Un patrón similar de correlaciones cambiantes con las monedas de los países del G-3 se ha observado en la evolución de aquellas divisas que en el pasado mantuvieron, incluso en ausencia de intervención en el mercado de divisas, una estrecha correlación con el dólar. Cuando el dólar estadounidense siguió una tendencia a la baja en el transcurso de 2004, los

tipos de cambio de los dólares australiano, canadiense y neozelandés frente a la moneda estadounidense mostraron correlaciones excepcionalmente elevadas con el euro.

Queda por determinar si se trata de una evolución sólo transitoria o, más bien, de síntomas de una alteración más duradera del papel del dólar como ancla en los mercados de divisas.

El efecto de los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y en la composición de las carteras mundiales

Durante los últimos años, dos importantes tendencias que afectan al sistema monetario internacional han concitado gran atención. La primera se refiere al aumento de los desequilibrios externos. La segunda, relacionada con la anterior aunque distinta, tiene que ver con el considerable crecimiento de los pasivos netos denominados en dólares de Estados Unidos, que han servido para financiar tanto el déficit por cuenta corriente como la adquisición de activos denominados en divisas. En contrapartida, los no residentes mantienen en la actualidad una posición larga en dólares cada vez mayor, un tercio de la cual la constituyen las tenencias oficiales de reservas de divisas.

Esta evolución plantea el riesgo de que los desequilibrios se corrigieran de forma desordenada o llevaran al proteccionismo. En cualquiera de ambos casos, podrían verse perjudicados el crecimiento económico y el comercio, o podrían generarse tensiones financieras. Además, las fluctuaciones cambiarias desordenadas podrían alterar la función del dólar estadounidense y del euro como monedas de reserva, con consecuencias adicionales imprevisibles.

Han surgido dos escuelas de pensamiento en relación con el origen del problema y sus posibles soluciones. La primera se ha centrado en los déficit por cuenta corriente como causa del desequilibrio. Estos déficit incrementan la deuda y el servicio de la misma y, con el paso del tiempo, amenazan con comprometer la solvencia requerida a largo plazo. En última instancia, el exceso de gasto de una generación deberá ser sufragado por una generación posterior mediante la limitación del gasto que, a su vez, conduciría a una reducción del valor real de la moneda. Este enfoque plantea la duda de si el patrón de los desequilibrios por cuenta corriente representa un problema para el sistema monetario internacional.

La segunda escuela se basa en que los activos mantenidos en diferentes divisas son sustitutivos imperfectos. Por tanto, al aumentar la proporción de activos denominados en una divisa dada, también lo hace su correspondiente prima de riesgo, de modo que el valor de la divisa ha de disminuir para permitir mayores rendimientos en el futuro. Esta perspectiva suscita un segundo interrogante sobre si el patrón de participación de las divisas en la composición de las carteras mundiales plantea inconvenientes para el sistema monetario internacional.

Quienes responden afirmativamente a estas cuestiones también sugieren que el propio sistema monetario internacional puede haber contribuido a la situación actual. Argumentan que en el pasado existía un grado de disciplina

¿Son los desequilibrios por cuenta corriente ...

... o son los desequilibrios en las carteras los causantes del problema?

¿Tienen los desequilibrios crónicos un origen sistémico?

que forzaba el ajuste antes de que los déficit o el exceso de cualquier divisa alcanzasen volúmenes peligrosamente abultados. Con el patrón oro existía un factor de autorregulación, aun cuando los países pudiesen alterar este proceso prestando y endeudándose con el exterior, como de hecho hicieron. Bajo el régimen de Bretton Woods, el FMI desempeñaba una función de supervisión, que constreñía particularmente a los países deudores. En la actualidad no parecen existir instrumentos basados en reglas o en factores discrecionales que obliguen a acreedores y deudores a reaccionar ante aumentos de los desequilibrios y de las posiciones netas. Quienes concluyen que existe un problema están abocados, a su vez, a proponer modificaciones en el propio sistema encaminadas a solucionar un problema presente o a impedir que aparezcan otros en el futuro.

En cambio, quienes responden negativamente a estos interrogantes no ven necesidad de una reforma sistémica. De hecho, algunos sugieren que ya se dispone de un nuevo sistema, que denominan “nuevo Bretton Woods”, en virtud del cual los países asiáticos estabilizarían sus monedas frente al dólar para exportar bienes a Estados Unidos y prestarían simultáneamente los fondos para pagarlos. Estos analistas sostienen que este ventajoso acuerdo para ambas partes podría mantenerse durante décadas.

En los siguientes apartados se estudiará si existe o no un problema. En caso afirmativo, se analiza si se trata de un “desequilibrio por cuenta corriente” o más bien de un “desequilibrio en la composición de la cartera”. Esta distinción es pertinente, ya que el remedio que se proponga dependerá del diagnóstico. Por ejemplo, un problema de desequilibrio en la composición de la cartera podría atenuarse mediante la emisión por parte de residentes en Estados Unidos de bonos denominados en euros, yenes u oro (como los bonos “Carter” denominados en marcos alemanes, francos suizos y yenes que emitió el Tesoro de Estados Unidos a finales de la década de los 70). Sin embargo, esto podría agravar un problema de déficit y de deuda, por cuanto que la depreciación del dólar empeoraría la situación deudora de Estados Unidos.

En aras de la claridad, el desequilibrio en la balanza por cuenta corriente y la composición de la cartera se examinan por separado, a riesgo de subestimar la relación entre ambos. En realidad, los dos conceptos están relacionados de varias formas. Si se percibiera que la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y su posición deudora neta frente al exterior se encuentran en una senda insostenible, podría reconsiderarse la composición de las carteras. De forma análoga, la intensa actividad emisora en Estados Unidos de obligaciones denominadas en dólares para financiar activos rentables en el exterior, que puede haberse visto facilitada por la evolución del dólar, ha reducido considerablemente la carga del servicio de la deuda para este país. Esto ha restado argumentos a la opinión actual de que podría existir un problema de déficit. De hecho, el incremento de las tenencias de dólares del resto del mundo ayudó a que no se agravaran, a través del servicio de la deuda, los pasivos netos de Estados Unidos frente al exterior resultantes de los déficit comerciales.

¿Existe un problema de desequilibrio por cuenta corriente?

Para responder a este interrogante se esgrimen argumentos que giran en torno a las restricciones presupuestarias intertemporales nacionales y, por ende, a la acumulación de deuda externa, no a cuestiones monetarias. Estos argumentos también podrían aplicarse a un desequilibrio por cuenta corriente regional en un área con moneda única como la zona del euro. En este caso, la única diferencia sería que sólo las divergencias en las tendencias de los precios, y no las variaciones en el tipo de cambio nominal, podrían alterar el tipo de cambio real (el precio relativo entre bienes comerciables y no comerciables). Cabe preguntarse si este tipo de desequilibrios representa un problema a escala mundial. Este repaso de los distintos argumentos admite que las cuentas exteriores de Estados Unidos resultan insostenibles desde un punto de vista económico, pero sugiere que la acumulación de deuda se encuentra en una fase más temprana de lo que la mayoría de los analistas supone y que los condicionamientos políticos podrían anteponerse a los estrictamente económicos.

El primer punto controvertido es en qué medida son insostenibles los déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, en términos tanto económicos como políticos. El segundo, el conjunto de razones que explican cómo las cuentas exteriores de Estados Unidos han llegado a la situación actual. Los distintos puntos de vista conducen a opiniones diferentes respecto a la función del sistema monetario internacional.

Sí, existe

Déficit de EEUU:
¿económicamente
insostenible ...

La corriente de opinión predominante establece que la situación de las cuentas exteriores de Estados Unidos es insostenible, por cuanto que el nivel de endeudamiento de ese país se está incrementando sin límite aparente respecto del producto subyacente. El déficit por cuenta corriente, que ronda el 6% del PIB nacional y el 1% del PIB mundial, ya representa dos tercios de los superávit por cuenta corriente del resto del mundo y aproximadamente un 8% de su ahorro total. Asimismo, si la elasticidad-renta de las importaciones estadounidenses continuase siendo alta, una tasa de crecimiento en Estados Unidos superior a la de sus principales socios comerciales significaría que el déficit de este país mantendría su trayectoria expansiva. Varios estudios prevén un rápido empeoramiento de la situación: uno de ellos sitúa el déficit estadounidense en el 7,8% del PIB para 2008 y otros proyectan tasas del 8,5% o incluso del 13% para 2010.

Este incremento de los déficit implica que la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior se duplicaría en sólo unos años, pasando de representar un cuarto de su PIB a la mitad de éste. Para reducir esos déficit mediante una menor absorción, manteniendo a la vez el nivel de empleo en el sector de bienes no comerciables estadounidense, sería necesario un importante ajuste del tipo de cambio real.

... o políticamente
insostenible?

Esta evolución de la balanza por cuenta corriente también podría resultar insostenible desde otro punto de vista, esta vez político. Quizá, la primera barrera que encontrase sería la voluntad política de Estados Unidos

para soportar dichos déficit, o la de Europa para aceptar las repercusiones internas de cualquier reducción de éstos. Desde este prisma, el riesgo no reside tanto en una crisis de endeudamiento, como en un giro hacia el proteccionismo.

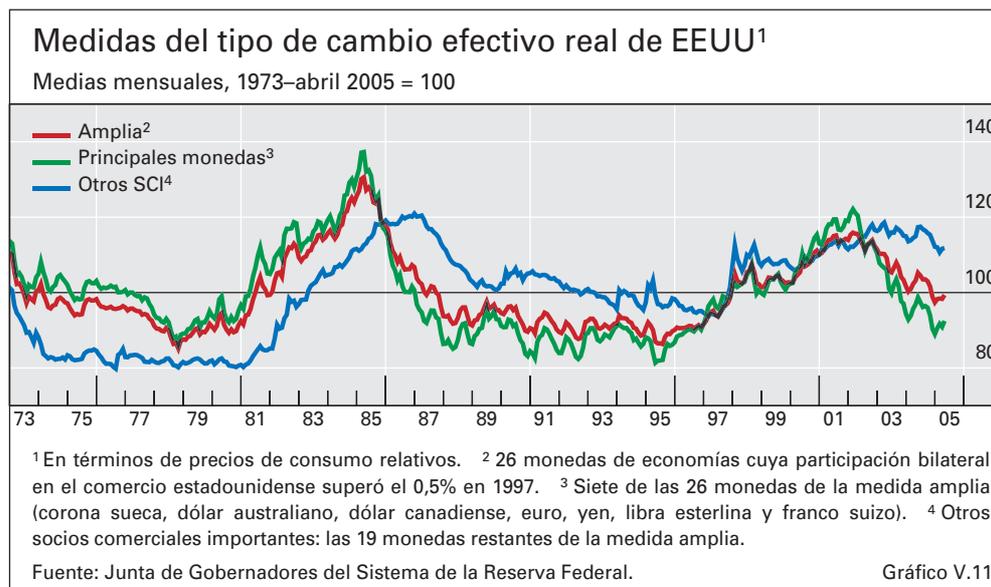
Cabe preguntarse cómo se ha llegado a este importante desequilibrio. Una posible respuesta es que los déficit insostenibles por cuenta corriente de Estados Unidos son resultado de la aplicación en el resto del mundo de un modelo de crecimiento basado en las exportaciones y los correspondientes superávit por cuenta corriente. Así pues, la mayor economía del mundo se limita a ser contrapartida pasiva del resto, dado que dentro del sistema sólo pueden existir $n-1$ balanzas por cuenta corriente independientes. Sirva de ejemplo lo ocurrido tras la crisis financiera asiática de 1997-98, cuando se deterioró la balanza por cuenta corriente estadounidense, mientras la asiática pasó a tener superávit. De acuerdo con esta perspectiva, la deuda (25% del PIB) y el déficit (6% del PIB) de Estados Unidos permiten la acumulación internacional de riqueza y la continuidad de los superávit en otros países. Según el importe en dólares de su posición inversora internacional neta, aparecen los siguientes países: Japón (con activos netos por valor del 38% del PIB y un superávit del 3% del PIB en 2003); Suiza (149%, 14%); Hong Kong RAE (252%, 11%); Taiwan (China) (108%, 11%); Alemania (7%, 2%); Bélgica (42%, 4%); Singapur (83%, 31%) y Noruega (28%, 13%).

¿Los déficit de EEUU reflejan un exceso de ahorro mundial ...

Un argumento alternativo establece que la economía de Estados Unidos es propensa a un consumo excesivo. La tasa de ahorro privado de ese país ha caído en picado hasta situarse en el nivel más bajo de su historia y el déficit fiscal es considerable para tiempos de paz. La inversión privada neta disminuyó a pesar del aumento del déficit por cuenta corriente. Asimismo, la inversión destinada al sector de bienes no comerciables no genera los recursos necesarios para afrontar el servicio de la deuda externa y complicará aun más el ajuste final.

... o un exceso de consumo en EEUU?

Algunos analistas, especialmente de países con regímenes de tipo de cambio flexible y monedas al alza, van más allá de las causas inmediatas de la persistencia de los déficit y los superávit para centrarse en los fallos del sistema monetario internacional. En concreto, contrastan la falta de presión sobre los países con superávit para que dejen de resistirse a la apreciación de sus monedas mediante operaciones de intervención esterilizada con la que era norma bajo el régimen del patrón oro. Argumentan que, en aquel entonces, la entrada de reservas aumentaba la oferta monetaria interna y elevaba los precios, impulsando con ello al alza el tipo de cambio real. Asimismo, la opinión generalizada entre los agentes económicos es que la inversión de reservas oficiales asiáticas de divisas ha mantenido bajos los tipos de interés a largo plazo estadounidenses, lo que sugiere que el reciente endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos ha limitado la absorción en ese país menos de lo que lo habría hecho en otras circunstancias. Así pues, desde esta perspectiva, las economías asiáticas, al aplicar políticas de intervención esterilizada en el interior e invertir en bonos estadounidenses en el exterior, se libran de la presión de realizar operaciones de ajuste y dispensan de hacer lo propio a Estados Unidos. Cualquier carga relacionada



con el ajuste se desplaza hacia las monedas con tipo de cambio más flexible. A este respecto cabe señalar que, si el tipo de cambio real de “otros importantes socios comerciales” se encontrara en sus niveles de 1995–96, el índice general del dólar ya habría alcanzado a finales de 2004 los mínimos que registró en 1980 ó 1995 (véase el Gráfico V.11).

No existe

Los déficit por cuenta corriente de EEUU podrían prolongarse algún tiempo ...

Quienes consideran que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos no es un problema tan inminente siguen dos líneas de razonamiento. La primera sostiene que cualquier problema de deuda de Estados Unidos se encuentra en una etapa embrionaria y que la evolución de las cuentas exteriores de ese país continúa siendo muy favorable. De acuerdo con el Departamento de Comercio de Estados Unidos, la economía estadounidense redujo sus activos netos frente al resto del mundo durante la década de los 80, aunque no entró en una posición deudora neta frente al exterior hasta 1989. Asimismo, Estados Unidos seguía recibiendo todavía en 2003 rentas netas por inversiones procedentes del extranjero por valor de 38.000 millones de dólares (30.000 millones de dólares en 2004). Esta inconsistencia se debe a que la rentabilidad de los activos de Estados Unidos en el extranjero (4%) era superior al rendimiento de sus pasivos (2,6%), compensando con creces la brecha entre los activos brutos (71% del PIB) y el mayor nivel de los pasivos brutos (96% del PIB). Esta diferencia en la tasa de rendimiento total también refleja dos realidades; a saber, que Estados Unidos emite al resto del mundo más deuda a corto plazo de bajo riesgo de la que compra y que la rentabilidad de sus multinacionales en el extranjero supera la obtenida por las multinacionales extranjeras en Estados Unidos. Independientemente de su origen, si la tasa de rendimiento de los pasivos de un país es inferior a su tasa de crecimiento nominal, sus pasivos frente al exterior pueden estabilizarse incluso cuando existe déficit comercial. Numerosas proyecciones de las cuentas exteriores de Estados Unidos no tienen esto en cuenta.

Un factor adicional —aunque de menor entidad— que limita la acumulación de deuda externa de Estados Unidos es el hecho de que el riesgo de tipo de cambio es asumido por el resto del mundo. Cuando la moneda nacional se deprecia, las economías emergentes que se endeudan en dólares sufren pérdidas derivadas del tipo de cambio. Por el contrario, cuando es el dólar el que pierde valor, los activos de Estados Unidos en el exterior se benefician de diferencias de cambio positivas (véase más adelante). Este efecto, que algunos han denominado “alivio de la deuda” por depreciación del dólar, ayuda a contener el aumento del cociente entre la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior y su PIB.

La segunda línea de argumentación asume que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es reflejo de la mencionada posición deudora $n-1$, pero la considera razonable y sostenible, al menos durante algún tiempo. Si se entiende que las transacciones de la balanza por cuenta de capital tienen carácter autónomo, se entiende que la libre circulación de capital busca rendimientos mayores o más seguros en Estados Unidos. Por tanto, el desahorro en la mayor economía del mundo sería simplemente el movimiento acomodante de la superabundancia de ahorro (o quizá escasez de inversión) del exterior. En cambio, si se considera que es la balanza por cuenta corriente la que actúa como motor, se llega a un razonamiento análogo a la interpretación de la relación entre Estados Unidos y Asia que realizan quienes hablan de un “nuevo Bretton Woods”. De acuerdo con esta perspectiva, las necesidades de empleo en Asia se satisfacen mediante estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones. Los bienes de consumo fluyen hacia Estados Unidos y los títulos de bajo riesgo denominados en dólares hacia Asia, lo cual se acepta como un acuerdo estable con independencia de cualquier desequilibrio resultante.

Algunos analistas han trazado un paralelismo con la situación de Australia, que viene incurriendo en déficit por cuenta corriente desde hace mucho tiempo, manteniendo así una posición deudora neta frente al exterior del 70% del PIB, que casi triplica el tamaño relativo de la de Estados Unidos. Puede observarse que el resto de países busca rendimientos mayores o más seguros en activos de empresas, títulos de renta variable y bonos de Australia, y permanece dispuesto a aceptar el riesgo de la deuda denominada en moneda nacional. Con este precedente, la situación de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos podría no ser sostenible, pero este problema sólo afectaría a generaciones futuras.

Quienes defienden que el desequilibrio por cuenta corriente no es acuciante también podrían propender a negar que el sistema monetario internacional actual sea menos estricto que regímenes anteriores con los países que registran superávit, pudiendo alegar el riesgo de guiarse por una reconstrucción ideal de un régimen anterior más que por su funcionamiento en la práctica. Las operaciones de esterilización monetaria fueron comunes tanto bajo el patrón oro clásico como bajo el patrón de cambio-oro del periodo de entreguerras. Si los flujos de oro y el crecimiento de la base monetaria mostraron con frecuencia signos opuestos en periodos anteriores, no habría nada novedoso en la falta de presión actual para que los países con superávit

... a juzgar por el caso australiano

realicen operaciones de ajuste. Por otra parte, los desequilibrios por cuenta corriente no son mayores ni más persistentes de lo que fueron con el patrón oro. Si acaso, la inversión nacional y el comportamiento del ahorro guardan ahora una relación más estrecha, lo que indica que la movilidad neta del capital no ha aumentado.

En resumen, no cabe duda de que la trayectoria de las cuentas exteriores de Estados Unidos es insostenible. Aunque la ausencia de un servicio de la deuda significativo podría poner en tela de juicio la urgencia con la que ha de abordarse este problema, la continua ausencia de una respuesta de política monetaria aumenta la probabilidad de un reajuste desordenado del mercado. Asimismo, independientemente de la opinión que se tenga con respecto a la sostenibilidad, son preocupantes las políticas proteccionistas y la afrenta pública a sus socios comerciales; esto último también preocupa porque podría desestabilizar los mercados financieros. Por último, continúa siendo una incógnita si el sistema monetario actual, o la combinación de sistemas, hace más probable esta tesitura de lo que lo hicieron los regímenes anteriores.

¿Existe un problema de desequilibrio en la composición de la cartera?

¿Un exceso de dólares ...

La cuestión que se plantea aquí es si la posición deudora neta de Estados Unidos *denominada en dólares*, que equivale a más de la mitad del PIB del país y sigue en aumento, representa de alguna forma un exceso de dólares en las carteras del resto del mundo. Cabe destacar que, históricamente, la afirmación de la existencia de un exceso de dólares fue anterior al afloramiento de un déficit por cuenta corriente crónico en Estados Unidos. Hace 40 años, los europeos ya mostraron su preocupación ante la adquisición de empresas europeas por sociedades estadounidenses con dólares obtenidos en préstamo en el extranjero, cuando la balanza por cuenta corriente estadounidense registraba superávit. Entonces, como ahora, los pasivos de bajo riesgo denominados en dólares ya financiaban activos de mayor riesgo denominados en divisas. De hecho, esta inquietud ha reaparecido desde entonces en la fase bajista de cada ciclo del dólar con regímenes de tipo de cambio flotante. Como en el pasado, la incógnita principal que se plantea actualmente es si las carteras oficiales sobreponderan el dólar. No obstante, en términos más amplios, la cuestión es posiblemente si lo hacen las carteras privadas. Este asunto ha cobrado fuerza recientemente, en parte por encontrarnos en la primera etapa bajista del ciclo del dólar desde la puesta en circulación del euro. La profundidad, amplitud y liquidez de los mercados financieros del euro hacen de esta moneda una alternativa al dólar más seria que las existentes hasta ahora.

Sí, existe

... en las carteras privadas ...

La discusión sobre si existe un problema de desequilibrio mundial en la composición de las carteras parte del desglose por monedas de la posición de Estados Unidos frente al exterior. Se estima que su posición deudora neta denominada en dólares alcanzaba en 2003 los 7,2 billones de dólares, esto

es, un 66% del PIB. Esta posición, definida como la diferencia entre activos y pasivos denominados en dólares frente al resto del mundo, superó ampliamente la posición deudora neta total frente al exterior (25% del PIB), que consiste en la diferencia entre todos los activos y pasivos netos frente al exterior, correspondiendo la diferencia a las tenencias netas de Estados Unidos de activos en moneda extranjera. La posición corta de Estados Unidos en dólares se corresponde con una posición neta muy larga del resto del mundo, que de hecho asciende a más de un quinto del PIB mundial excluido Estados Unidos, a tipos de cambio corrientes.

El hecho de que los acreedores de Estados Unidos soporten el riesgo de mercado asociado a la depreciación del dólar comporta que podrían intentar cubrir sus posiciones en periodos de dificultad. Además, una cierta sensación de riesgo moral podría también propiciar asignaciones de cartera inestables en las principales monedas. Habida cuenta de que una depreciación del dólar reporta diferencias positivas de cambio en las carteras de inversión de Estados Unidos, también origina incrementos patrimoniales que impulsan el consumo (aunque, por otra parte, esa misma depreciación encarece las importaciones). En consecuencia, las autoridades estadounidenses podrían sentirse menos presionadas a oponer resistencia a la depreciación del dólar, mientras el resto del mundo podría temer su complaciente indolencia.

La incidencia de las pérdidas derivadas de la depreciación del dólar diferiría entre Europa y Asia, aunque algunos analistas aprecian en ambos casos elementos desestabilizadores. En Europa, las pérdidas cambiarias en el sector empresarial drenan recursos propios de las empresas y prolongan el proceso de desapalancamiento, generando cautela en la inversión y en la contratación. Esto dificulta cualquier aumento del nivel europeo de absorción en relación con el producto, lo que a su vez impide el ajuste por cuenta corriente, alentando así la creencia de que el dólar tendría que continuar depreciándose. En Asia, el hecho de que el sector público mantenga gran parte de la posición larga en dólares atenúa cualquier respuesta impulsiva. Con todo, cuando la oposición ha interpelado a las autoridades sobre las pérdidas cambiarias oficiales, éstas han respondido a veces con declaraciones de intención sobre diversificación de reservas que han hecho peligrar la estabilidad de los mercados.

Para muchos analistas, la concentración de la posición larga en dólares en las carteras oficiales (aproximadamente un tercio del total), y en apenas unas pocas economías asiáticas, hace especialmente problemático mantener el *statu quo*, ya que las tenencias oficiales las administran relativamente pocos gestores. Según estos analistas, otros gestores de reservas en divisas y los inversionistas privados, incluidos los agentes con apalancamiento, reaccionan de inmediato a señales que apuntan a reasignaciones en detrimento del dólar, aunque en ocasiones no se trate más que de señales infundadas.

Algunos autores afirman que ya existe un exceso de dólares en las carteras oficiales. El 64% de reservas de divisas invertidas en dólares parece no encajar con otras medidas de la participación del dólar, como por ejemplo el 45% que representan los bonos y pagarés internacionales (distintos de los emitidos en moneda nacional) denominados en dólares sobre el total. Otros

... y en las carteras oficiales?

argumentan que, incluso si en la actualidad no se observa ningún exceso, podría registrarse pronto, especialmente si la negociación con divisas tiende a orientarse más hacia sus tipos de cambio efectivos, como se desprende de experiencias recientes (véase anteriormente).

Sin duda, nada impone en principio una correspondencia directa entre el patrón de negociación de una moneda y la composición de la cartera oficial de inversiones en divisas. No obstante, quienes opinan que existe un exceso de dólares señalarían que la participación (conocida) de una divisa en las reservas sí que parece reflejar en líneas generales la orientación de esa divisa. Los emisores de monedas europeas orientadas al euro presentan participaciones en dólares (conocidas) bastante bajas: Croacia y Eslovaquia, 29–30%; el Reino Unido y Suiza, 36%; y Letonia, 45%. Monedas menos vinculadas al euro tienen Australia, con un 45% de sus reservas en dólares, y Canadá, con un 53%. Por su parte, Hong Kong RAE, con tipo de cambio fijo frente al dólar, mantiene el 75–80% de sus reservas en dólares.

De acuerdo con esta opinión, podría existir un riesgo de desplazamiento desordenado desde el dólar hacia el euro en caso de producirse un cambio en la orientación de la actividad cambiaria. En el pasado, la sustitución de la plata y el bimetalismo por el oro en el nuevo Imperio alemán, Estados Unidos y la Unión Monetaria Latina (Bélgica, Francia, Grecia, Italia y Suiza) creó tensiones sobre la oferta de oro y contribuyó a la deflación de finales del siglo XIX. La diferencia es que ahora cabe la posibilidad de que aumenten tanto la oferta de títulos en euros (mediante estrategias de gestión de deuda y de intervenciones esterilizadas) como la base monetaria en euros (por la reducción de los tipos de interés). En principio, estas posibilidades aumentan el margen de maniobra para compensar cualquier desplazamiento desordenado hacia el euro.

No existe

Otros arguyen que no existe exceso de dólares. Sostienen que la posición mundial en dólares no es tan larga como algunos sugieren. El sesgo nacional en la gestión de las carteras se está reduciendo, aun cuando los balances internacionales de las economías crecen a un ritmo más rápido que el producto. El primer paso natural en un proceso de diversificación para alejarse de la moneda nacional sigue siendo, en muchos casos, invertir en activos denominados en dólares.

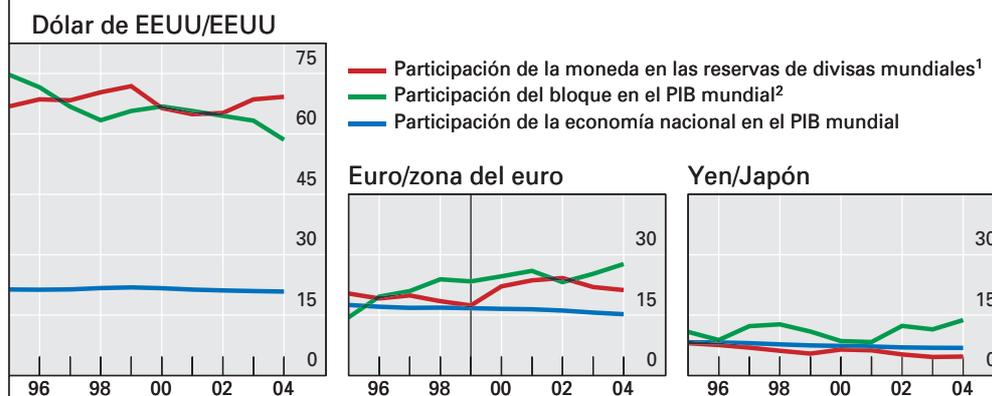
En particular, puede refutarse la opinión de que las reservas oficiales en dólares son excesivas. Excluyendo Japón, puede que la participación del dólar en las reservas de divisas no superase el 57% a mediados de 2004 (las ventas a plazo de dólares contra euros todavía no registradas podrían rebajar esta cifra aún más). Este porcentaje es alto comparado con la participación de la economía estadounidense en la economía mundial, pero no lo es necesariamente comparado con la participación en ésta de la zona del dólar. Si se asignan economías (expresadas en términos de paridad del poder adquisitivo) a las zonas del dólar, del euro y del yen según el comportamiento de sus monedas (véase el Gráfico V.10), se estima que los países del bloque del dólar generan un 59% del producto mundial (véase el Gráfico V.12). Esta cifra prácticamente coincide con el actual porcentaje de reservas en dólares fuera de Japón.

Las carteras privadas están diversificándose ...

... y la participación del dólar en las carteras oficiales no es excesiva a primera vista

Composición de las reservas mundiales y tamaño de los bloques monetarios

En porcentaje



¹ A tipos de cambio constantes de 2003. Antes de 1999, se han utilizado las tenencias en marcos alemanes, francos franceses y florines holandeses como aproximación a las tenencias en euros.
² Participación del bloque estimada como la participación del PIB a PPA de la economía nacional, más la participación de los PIB a PPA del resto de países ponderada por la elasticidad. La elasticidad se calcula como el coeficiente de una regresión de las variaciones semanales del tipo de cambio moneda nacional/dólar de EEUU sobre una constante y sobre los tipos de cambio yen/dólar y euro/dólar (antes de 1999, marco alemán/dólar), durante el año correspondiente.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI.

Gráfico V.12

Asimismo, si se produjesen desplazamientos públicos (o privados) desde el dólar hacia el euro, su influencia en el mercado de divisas podría ser menor de lo anticipado a menudo. Desde un punto de vista analítico, la diversificación de cartera en detrimento del dólar y en beneficio del euro tiene un efecto sobre los balances de situación del sector privado similar al de la intervención esterilizada. Sin embargo, numerosos analistas opinan que el grado de sustituibilidad entre títulos de deuda pública denominados en estas dos monedas es tan alto, que serían necesarias reasignaciones de cartera enormes para influir efectivamente sobre el tipo de cambio. Además, si se tomaran en cuenta estas reasignaciones oficiales, el hecho de que el grueso de las tenencias oficiales de dólares se concentra en relativamente pocas manos podría tener sus ventajas. La cooperación podría permitir que se evitara un resultado de desinversión desordenada típico del "dilema del prisionero".

En resumen, los argumentos a favor de la existencia de desequilibrios en la composición de las carteras, incluidas las oficiales, parecen menos convincentes de lo que muchos analistas podrían sugerir. No obstante, queda pendiente un problema. La zona del dólar ha ido reduciéndose, y cualquier aceleración de este proceso podría acabar originando un desequilibrio en las carteras tanto del sector público como del privado.