

EL TEMA DEL MES

Algunas aclaraciones previas sobre el artículo: "Mercado de divisas y crisis cambiarias: Una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993", J. A. Maroto

"MERCADO DE DIVISAS Y CRISIS CAMBIARIAS: UNA NOTA A PROPOSITO DEL INFORME DEL GRUPO DE LOS DIEZ DE ABRIL DE 1993"

Luis M. Linde y Javier Alonso

ALGUNAS ACLARACIONES PREVIAS SOBRE EL ARTICULO:

"Mercados de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993".

Juan Antonio MAROTO ACIN

La internacionalización de las transacciones económicas y la globalización de los mercados financieros han originado una interdependencia creciente entre las economías de los diferentes países y han llevado al primer plano de la actualidad las operaciones de los mercados de divisas y la evolución diaria de los tipos de cambio. Las operaciones de comercio exterior y la dinámica de los mercados monetarios generalizan las operaciones en moneda extranjera y difunden cada vez más específicas técnicas operativas y de cobertura de riesgos de tipos de interés y de cambio que no hace mucho tiempo quedaban circunscritas a especialistas.

Por otra parte, en el caso español, ese interés se acrecienta por la pertenencia de la peseta al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, desde 1989, por lo que supone de compromiso ante la estabilidad cambiaria y la convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria, el Espacio Financiero Integrado y el ECU como moneda europea única; así como por la vigencia de la plena liberalización de los movimientos internacionales de capitales.

Este marco teórico sufre, no obstante, a partir de agosto de 1992, una serie de convulsiones que se derivan del "euroescepticismo" subsiguiente a la primera negativa danesa a la ratificación del Tratado de Maastricht, con la aparición de fuertes e ingentes movimientos especulativos contra las monedas bajo sospecha de devaluación, que acabaron provocando la salida de la Libra y la Lira del Sistema Monetario Europeo y que siguen poniendo en cuestión, casi diariamente, los límites de fluctuación de las monedas remanentes respecto de la moneda ancla, indefectiblemente representada por el marco alemán.

La novedad de la aparición de esos movimientos especulativos, que son capaces de desestabilizar el Sistema en un solo día, además de provocar una enorme sangría de divisas en las Reservas de los Bancos Centrales europeos que tienen que salir en defensa de la paridad de sus monedas, ha dado lugar a una serie de reuniones internacionales, del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE y del Grupo de los Diez, principalmente, que pretenden dar respuesta a las nuevas amenazas sin menoscabar la libre circulación de capitales ni el funcionamiento del pleno mercado. Hasta el momento, sin embargo, no se ha producido ninguna actuación coordinada concreta de estos foros y, es más, se extiende la sensación de que las autoridades monetarias de los diferentes países se encuentran inermes ante la especulación cambiaria internacional, por carecer de instrumentos efectivos para hacerla frente.

El artículo de Luis Linde, Director General del Banco de España, y Javier Alonso, Jefe de Operaciones Exteriores, se inscribe en ese marco de reflexión y análisis de la situación actual de los mercados cambiarios, a la par que en el de la justificación de las medidas implantadas por el Banco de España en septiembre y octubre de 1992 para penalizar el coste de las operaciones típicamente especulativas contra la peseta, instrumentadas mediante operaciones Swap a corto

plazo; medidas que permanecieron en vigor hasta noviembre de ese año, fecha en la que se produjo el segundo realineamiento de la paridad de la peseta en el SME.

El artículo, eminentemente riguroso y técnico, pasa revista a las diversas formas de la especulación en los mercados de divisas y se centra en la especulación estrictamente financiera, que no se basa en la habitual cobertura del riesgo de cambio por operaciones de comercio exterior, por ser la que produce efectos distorsionadores sobre la actuación de los Bancos Centrales en auxilio de las paridades de sus monedas. Analiza igualmente los mecanismos mediante los cuales se produce dicha especulación y revisa los efectos de las posibles alternativas de defensa contra ella. Finalmente, evalúa las posibilidades de actuación de los Bancos Centrales mediante la regulación prudencial de las entidades financieras para hacer frente a la especulación cambiaria, y comenta las posibles modificaciones legislativas en las correspondientes Directivas de la CE que podrían limitarla o encarecerla.

Resulta de un gran interés, como tendrá ocasión de comprobar el lector, el análisis de los mecanismos mediante los que se produce la especulación, y que, paradójicamente, resultan inducidos y realimentados por la misma actuación de los Bancos Centrales en defensa del tipo de cambio de sus monedas. En síntesis, y como el propio autor precisa, la especulación se asienta sobre tres agentes: una *entidad o banco que especula* contra una moneda sospechosa de devaluación, o moneda débil, mediante ventas de la misma contra una moneda fuerte al contado al Banco Central defensor de la paridad vigente, y que obtiene mediante un Swap que combina la compra al contado de dicha moneda débil a una entidad bancaria tenedora de la misma y su simultánea venta a plazo a ésta, ante la confianza de pagar posteriormente con moneda ya devaluada; una *entidad bancaria que actúa como financiadora* de la operación, vendiendo la moneda débil al contado al especulador y recomprándose a plazo, junto con la percepción del interés por el aplazamiento; y un *Banco Central* que debe comprar la moneda propia a los especuladores, contra entrega al contado de sus divisas fuertes, para evitar el deterioro del tipo de cambio de la moneda nacional, e inyectar al mismo tiempo liquidez en la moneda propia, mediante su venta a los bancos financiadores, para evitar la elevación excesiva de los tipos de interés.

En definitiva, nos encontramos ante un peculiar "juego" contra las monedas nacionales, en el que el número de jugadores que especulan contra ellas y sus expectativas de ganancia ante su eventual devaluación incrementan las probabilidades de ganar y el valor del "premio". Y lo que es aún más grave, un "juego" en el que los especuladores compran las divisas fuertes a los Bancos Centrales con la liquidez que estos mismos les prestan, ante la esperanza de poder revendérselas más caras si las monedas nacionales acaban depreciándose.

GLOSARIO BREVE.

Apalancamiento financiero.

Coeficiente multiplicador del endeudamiento. Se aplica en este caso a las operaciones que pueden realizarse "sin dinero", de tal forma que los recursos propios de que dispone un operador se entregan como garantía para obtener una financiación muy superior, que es la que tiene un gran impacto sobre el mercado.

At the money.

Se aplica a una opción sobre divisas, cuando el tipo de cambio de mercado de la divisa subyacente es el mismo, o casi igual, que el tipo de cambio de ejercicio del contrato.

Hedging.

Técnicas de cobertura que se emplean en las operaciones de cambio exterior y/o en la toma a préstamo de moneda extranjera, al objeto de protegerse frente a un riesgo de cambio indeterminado e incierto derivado de la tenencia de activos o pasivos, cuyos valores son susceptibles de verse afectados por variaciones en el tipo de cambio.

Lags de cobros y pagos.

Aceleración en los cobros y demora en los pagos en una divisa, ante la eventualidad de una baja en su tipo de cambio o de su depreciación relativa frente a la moneda nacional.

Leads de cobros y pagos.

Demora en los cobros y aceleración en los pagos en una divisa, ante la eventualidad de un alza en su tipo de cambio o de su apreciación relativa frente a la moneda nacional.

Opción Put.

Contrato que otorga a su tenedor el derecho, pero no la obligación, a vender cierto activo a un precio fijo, durante un período de tiempo específico o en una fecha futura determinada.

Opción Call.

Contrato que otorga a su tenedor el derecho, pero no la obligación, a comprar cierto activo a un precio fijo, durante un período de tiempo específico o en una fecha futura determinada.

Operación Forward.

Operación a plazo.

Operación Spot.

Operación al contado.

Operación Swap.

Contrato por el que dos partes se obligan recíprocamente a hacer frente a los compromisos asumidos por la otra parte en operaciones a crédito. Pueden referirse a intereses, a monedas, o a cruces de ambos.

Posición abierta en divisas.

Posición es el importe neto de una determinada divisa que resulta de las entradas y salidas derivadas de operaciones de cambio exterior o del mercado monetario. La posición abierta se produce cuando existen créditos no compensados con débitos, o viceversa.

Riesgo de tipo de interés.

El que se deriva de la posibilidad de incurrir en pérdidas por la sensibilidad de las operaciones financieras ante futuros movimientos de los tipos de interés activos y pasivos del mercado.

Riesgo de tipo de cambio.

El que se deduce de las posibles pérdidas en el valor de activos, pasivos o compromisos reflejados en cuentas de orden, ante eventuales fluctuaciones en la cotización de las divisas en que dichos conceptos se nominen.

Transacción Outright.

Compra o venta de divisas con fecha de liquidación anterior o posterior a la fecha de liquidación de operaciones al contado, y que no esté relacionada con una operación Swap.

REFERENCIA BIBLIOGRAFICA.

SAIZ CEBRECOS, E. (1992): *Los mercados de divisas. Productos financieros derivados (Normativa 1992)*, EDERSA, Madrid.