

CRISIS ECONÓMICA:  
¿QUÉ PAPEL HAY PARA LAS MONEDAS Y LOS TIPOS DE CAMBIO?

*ECONOMIC CRISIS:  
WHAT HAPPENS WITH CURRENCIES AND EXCHANGE RATES?*

*Juan Antonio Cerón Cruz*  
Universidad Carlos III  
jceron@emp.uc3m.es

II Premio José Luis Sampedro. Accésit

RESUMEN

Antes de la crisis desatada en el verano de 2007, uno de los temas recurrentes entre los economistas dedicados al estudio de temas internacionales eran los tipos de cambio. La extrema agresividad de la crisis ha situado en un segundo plano los asuntos cambiarios. Sin embargo, antes o después reaparecerán. Los planes de rescate gubernamentales serán financiados mediante la emisión de deuda, en parte en los mercados internacionales, añadiendo un factor más de variabilidad a los tipos de cambio.

Este trabajo pretende acercarse a las interrelaciones entre los tipos de cambio, la función económica de las principales monedas y la forma en que se está gestionando la crisis, incorporando las últimas aportaciones realizadas al respecto en el ámbito académico.

*Palabras clave:* Flujos financieros; Tipos de cambio; Sistema monetario.

## ABSTRACT

Previous to the crisis unleashed in summer of 2007, exchange rates were at the center of the debate across economists focused on international economy. The extreme aggressiveness of the turmoil has hidden these issues. Nonetheless, sooner or later, they will likely return again, even wider. Public bailouts will be debt financed, to some extent in the international markets, adding a new source of volatility.

This paper intends to deal with the relations among exchange rate, the role of currencies and the current crisis management, incorporating recent contributions from the academic field.

*Keywords:* Currency Crises; Monetary System; Capital Flows.

Clasificación JEL: F31; F32; F33; G15.



## 1. INTRODUCCIÓN

Posiblemente el principal compromiso obtenido en febrero de 2009 por Hillary Clinton durante su primera visita a China como Secretaria de Estado fue la garantía dada por las autoridades de aquél país de que continuarían adquiriendo los bonos del Tesoro Americano. Esta oferta aplacaba las insistentes recriminaciones norteamericanas dirigidas hacia los mandatarios del gigante asiático sobre la necesidad de reevaluar su moneda, infravalorada artificialmente en su opinión, con el fin de aliviar el enorme déficit exterior de EE.UU. No en vano, se estima que las reservas de China se acercan a los dos billones de dólares, la mayoría de ellas en activos denominados en la moneda americana. En cambio, según otros, no parece éste el momento más adecuado para pedir una modificación de la política de tipo de cambio a China, dado el impacto que sobre la misma y sobre su empleo está teniendo la crisis, ni parece que una revaluación del yuan aliviara los desequilibrios de EE.UU.

La extrema agresividad de la crisis, iniciada en el sector financiero pero rápidamente extendida a la economía real, ha colocado en un segundo plano los aspectos cambiarios. Es cierto que desde hace un tiempo se viene produciendo una cierta depreciación del dólar frente al euro y otras divisas, que debería contribuir a disminuir el déficit exterior americano, pero la repercusión económica y mediática de los efectos de la crisis sobre la producción, el desempleo y el sector crediticio, está oscureciendo este hecho. Y sin embargo, los temas cambiarios reaparecerán antes o después, acaso con una importancia ampliada. Los planes de rescate de las principales economías, serán financiados por los gobiernos mediante deuda, que tiene que ser captada, si no toda al menos en parte, en los mercados internacionales, añadiendo un factor más de variabilidad a los tipos de cambio.

No obstante, antes de que en el verano de 2007 aparecieran los primeros problemas en el sector financiero, eran numerosas las opiniones que hablaban de la inevitabilidad de un reajuste en los tipos de cambio y, en concreto, de una fuerte depreciación del dólar frente a las principales monedas: Lane y Milesi-Ferretti (2005), Gourinchas y Rey (2005), Frankel (2005), Roubini y

Setser (2004), Bernanke (2005), Blanchard, Giavazzi y Sa (2005), Obstfeld y Rogoff (2004, 2005) o Krugman (2007) entre otros.

La razón de esta recomendación habría que buscarla en los niveles de déficit alcanzados por la cuenta corriente de EE.UU. en los últimos años, y en su cuestionable sostenibilidad, dado el elevado volumen de su deuda externa. Además, la historia de EE.UU. confirma la correlación existente entre su saldo exterior y el tipo de cambio del dólar, aunque con el correspondiente retardo temporal.

Ahora bien, ¿es absolutamente necesaria la depreciación del dólar para que se corrijan los desequilibrios externos de EE.UU. y, conjuntamente, los del resto del mundo? No existe un consenso sobre este tema. En un estudio publicado en 2005 en el que se analiza una muestra de procesos de eliminación de desequilibrios exteriores en países desarrollados, Freund llega a la conclusión de que un rasgo común en todos los casos es que el ajuste está asociado a depreciaciones significativas en el tipo de cambio real (Freund, 2005). Por el contrario, en Milesi-Ferretti y Razin (1998), el análisis de una amplia muestra de correcciones de desequilibrios exteriores en países de renta media o baja, concluye que sólo en un tercio de los casos van asociadas con variaciones importantes en los tipos de cambio. Después de todo, uno de los escasos rasgos diferenciadores de esta crisis frente a las que sufrieron en otro momento países menos desarrollados (Sureste asiático, México, Argentina, Rusia, etc) es la ausencia ahora de una tormenta cambiaria situada en primer plano, habida cuenta del peso del dólar en la economía mundial (Reinhart y Rogoff, 2007).

Desde una perspectiva más amplia, el papel de los tipos de cambio en la corrección de los desajustes internacionales hay que enmarcarlo en la reorientación necesaria de un conjunto de variables macroeconómicas, en primer lugar el ahorro y el consumo nacional, tanto público como privado, especialmente en EE.UU. y China. Al mismo tiempo, se pueden plantear escenarios alternativos para estos reequilibrios, en concreto la dicotomía entre políticas fiscales y tipos de cambio como instrumentos de corrección, o una combinación de ambas.

Y sin embargo, la depreciación del dólar no está en el centro del debate económico. Como muestra baste decir que el FMI, en la actualización del World Economic Outlook correspondiente a enero de 2009, no menciona para nada los tipos de cambio entre las medidas que recomienda para superar la crisis. Y en lo político, el único tipo de cambio que merece alguna atención es el del yuan chino frente al dólar americano, y esto porque muchos opinan que la actual cotización de la moneda china contribuye a exacerbar los efectos negativos de la situación económica.

A partir de aquí, el documento se organiza en cuatro apartados. En primer lugar se describe el estado de los desequilibrios internacionales con anterioridad a la aparición de la crisis en agosto de 2007, y cómo se habían gestado los mismos. A continuación se exponen las consecuencias que la crisis

económica está teniendo sobre estos desajustes y viceversa. En tercer lugar se analizan las distintas perspectivas que se plantean para la superación de estos desequilibrios. Por último, en el cuarto apartado, se realiza un resumen de los principales temas desarrollados y se exponen unas breves conclusiones.

## 2. LOS DESEQUILIBRIOS INTERNACIONALES ANTES DEL VERANO DE 2007

La sostenibilidad de un déficit corriente continuado guarda una estrecha relación con la deuda externa, o más precisamente, con la posición acreedora/deudora de un país frente al resto del mundo. Como cualquier deudor, los países tienen acceso a los mercados de capitales en función de su capacidad para hacer frente a las obligaciones contraídas; en caso contrario, se cerrará el grifo de la financiación y estarán obligados a reajustar sus parámetros económicos.

Debido a los procesos de globalización e integración económica y financiera, la sostenibilidad de la posición exterior no depende ya exclusivamente del resultado anual de su comercio de bienes, servicios y activos con el resto del mundo; dados los volúmenes alcanzados por los capitales internacionales, el valor y los cambios en el valor de los activos y pasivos internacionales desempeñan ahora un papel relevante.

La Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) de un país recoge los saldos de activos y pasivos de su economía frente al resto del mundo, y no es la mera suma acumulada de los saldos de la balanza de pagos a lo largo de los años. Las variaciones de los saldos de la PIIN durante un periodo procederán de dos fuentes: de un lado, el resultado de las transacciones de ese país con el exterior, reflejadas en la Balanza de Pagos, y de otro, los cambios de valoración de los activos y pasivos. A su vez, estos cambios de valoración (ganancias/pérdidas de capital), pueden tener un doble origen: variaciones en los precios de mercado y cambios en los tipos de cambio.

Si la sostenibilidad de la cuenta corriente está ligada al aumento de la deuda externa, es conveniente establecer un marco teórico que las vincule. La siguiente formulación sigue la planteada por Milesi-Ferretti (2008), y relaciona las sub-balanzas que componen la cuenta corriente con los cambios en la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN):

Sean:

$$PIIN_t - PIIN_{t-1} = CC_t + KG_t + E_t \quad (1)$$

$$CC_t = BC_t + BS_t + BT_t + BR \quad (2)$$

$$BR_t = i_{At} A_{t-1} - i_{Pt} P_{t-1} \quad (3)$$

$PIIN_t$  = Posición de Inversión Internacional Neta

$CC$  = Balanza por Cuenta Corriente

$KG$  = Ganancias o pérdidas de capital

BC = Balanza Comercial  
 BS = Balanza de Servicios  
 BT = Balanza de Transferencias  
 BR = Balanza de Rentas  
 $i_{At}$  = Rendimiento nominal de los activos exteriores  
 $i_{Pt}$  = Rendimiento nominal de los pasivos exteriores  
 $A_{t-1}$  = Activos exteriores al inicio del periodo  
 $P_{t-1}$  = Pasivos exteriores al inicio del periodo

El cambio en la PIIN (1) será igual al saldo de la cuenta corriente, a las ganancias o pérdidas de capital de los activos y pasivos, y un factor  $E_t$  que recoge discrepancias estadísticas y otros elementos no incluidos en los dos anteriores. A su vez, la Cuenta Corriente es la suma de sus distintas sub-balanzas, de las cuales la Balanza de Rentas es función de los rendimientos de los activos y pasivos.

Sean por otra parte “ $kg_A$ ” y “ $kg_P$ ” las tasas de “ganancia de capital” de los activos y pasivos exteriores respectivamente, que incluyen las procedentes de los tipos de cambio. Entonces, la rentabilidad total sobre los activos exteriores vendrá dada por:

$$r_{At} = ((1 + i_{At} + kg_A) / (1 + \pi_t)) - 1$$

Siendo  $\pi_t$  la tasa de inflación en el periodo t. De igual forma, la rentabilidad total de los pasivos exteriores será:

$$r_{Pt} = ((1 + i_{Pt} + kg_P) / (1 + \pi_t)) - 1$$

Si llamamos “g” a la tasa de crecimiento del PIB y, en general, denotamos con la letra minúscula los ratios de cada una de las variables en relación al PIB, podemos escribir la relación (1) como sigue:

$$piin_t - piin_{t-1} = (bc_t + bs_t + bt_t) + (r_{Pt} - g_t) piin_{t-1} / (1 + g_t) + (r_{At} - r_{Pt}) a_{t-1} / (1 + g_t) + e_t \quad (4)$$

Es decir, (4) muestra desagregadas las tres fuentes de variación de la PIIN de un país:

- El saldo de las sub-balanzas comercial, de servicios y de transferencias.
- La relación existente entre la tasa de crecimiento de la PIIN y la del PIB.
- La diferencia en las rentabilidades de los activos y pasivos internacionales.

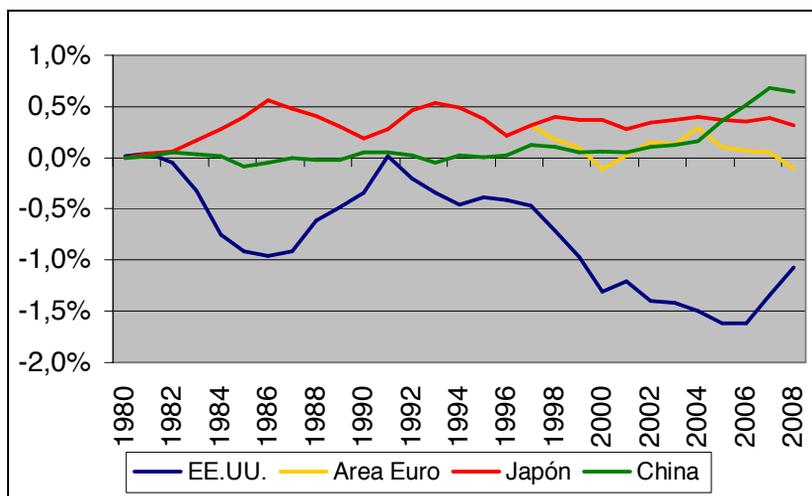
Las modificaciones en los tipos de cambio afectarán a la posición exterior neta de un país mediante el comercio exterior (primer término del segundo



miembro de la ecuación) y a través de las tasas de rentabilidad de los activos y pasivos exteriores (segundo y tercer términos).

Es un lugar común que la expresión “global imbalances”, utilizada para caracterizar el estado de fuertes desajustes globales de las balanzas corrientes y de capital de los últimos años, hace referencia especialmente, aunque de una forma ciertamente aséptica, a los desequilibrios exteriores de la economía de EE.UU. Los elementos que definen estos desajustes son básicamente dos: el saldo de la cuenta corriente, y la relación entre activos y pasivos exteriores. Las Gráficos 1 y 2 recogen esta información.

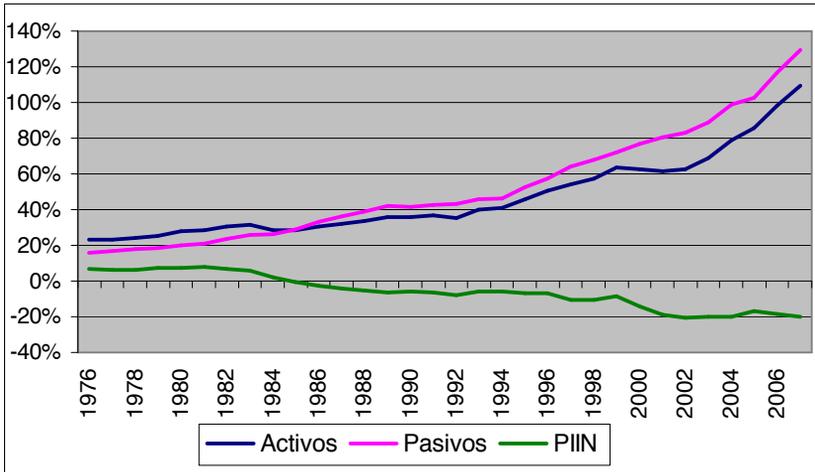
GRÁFICO 1: BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE. PORCENTAJE DEL PIB MUNDIAL.



Fuente: Elaboración propia a partir de WEO Database.

La evolución del saldo corriente de EE.UU. (Gráfico 1) presenta desde el año 1980 dos etapas claramente diferenciadas: la primera, para la que fijamos el inicio en 1983 y abarca hasta 1991, comprende un ciclo completo de desequilibrio-reequilibrio del sector exterior. La segunda, que comienza en 1992, ha sido mucho más profunda que la anterior y por los datos de los últimos años, es posible que haya iniciado ya la fase de reequilibrio, de reducción del déficit corriente. Significar que los problemas de la cuenta corriente de EE.UU. del actual ciclo comienzan unos años antes de la irrupción de China en los mercados internacionales como gran exportador neto de bienes y servicios, que no se produce hasta la segunda mitad de la década pasada, confirmando de este modo que los problemas de desajuste externo de EE.UU. están más ligados al incremento desmedido de su consumo –alentado por unos tipos de interés muy bajos– que a un exceso de ahorro en el resto del mundo, como señaló en alguna ocasión Ben Bernanke.

GRÁFICO 2: PIN de EE.UU. PORCENTAJE DEL PIB (IED A PRECIOS CORRIENTES).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Gobierno de los EEUU.

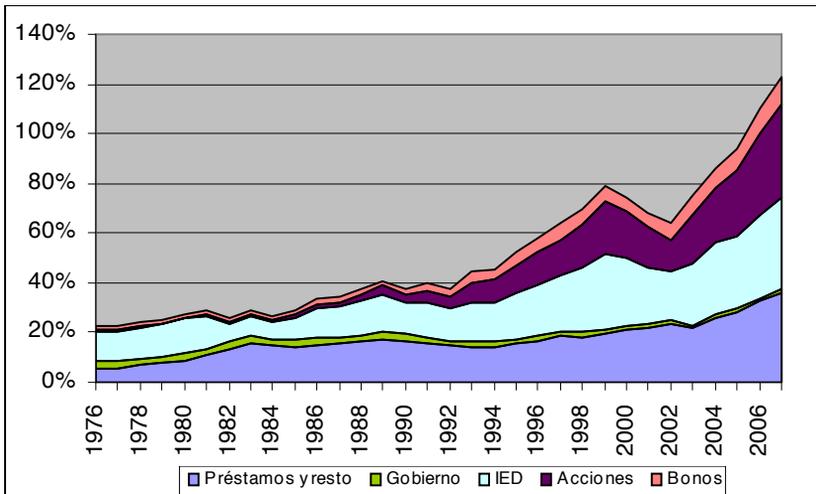
El Gráfico 2, por su parte, recoge la evolución de la PIIN de EE.UU.. La tendencia ligeramente negativa iniciada con la década de los ochenta, se acelera considerablemente a partir del año 1997, cuando comienza a producirse una clara divergencia entre activos y pasivos, que va ampliándose progresivamente, hasta estabilizarse en valores negativos de alrededor del 20% de su PIB. Es precisamente esta magnitud, que no es sino la deuda neta de EE.UU. frente al resto del mundo, lo que hace muy difícil el mantenimiento de su posición exterior.

Ahora bien, una característica peculiar de la posición exterior neta de EE.UU., que ha sido estudiada en profundidad por varios autores, entre ellos Gourrinchas y Rey (2005 y 2007), es la diferente rentabilidad de sus inversiones en el extranjero frente a la que obtienen los inversores extranjeros de los pasivos de EE.UU. ( $r_{At}$  y  $r_{Pt}$  en la ecuación (4)) La primera razón se deriva de la distinta composición de ambas carteras: mientras que en la de activos predominan la IED y las acciones, la segunda está formada principalmente por deuda pública y renta fija corporativa<sup>1</sup>, menos rentables que los componentes del activo (Gráficos 3 y 4). En el año 2007, la suma de IED y Acciones en el extranjero equivalía al 74% del PIB, mientras que ambos conceptos en el

<sup>1</sup> La composición de la deuda exterior de EE.UU. comenzó a modificarse tras la crisis de las puntocom del año 2000, que ocasionó fuertes pérdidas a los inversores internacionales; se produjo un viraje en su destino, pues dejó de financiar inversión privada para pasar a financiar el consumo de los hogares y la deuda pública.

lado del pasivo equivalían al 47%. Al menos en el caso de los EE.UU., es imprescindible conocer la estructura y evolución de los activos y pasivos exteriores para entender la senda temporal de la PIIN. Este hecho convierte a los EE.UU., en palabras de Gourinchas y Rey (2007) en un país que actúa funcionalmente como una firma de capital-riesgo, fuertemente apalancada, con altos rendimientos de sus activos en comparación con los bajos costes de sus pasivos. ¿Y por qué han depositado los inversores extranjeros sus fondos en activos denominados en \$, con tan escaso rendimiento frente a otras alternativas?; seguramente será consecuencia del solapamiento de varios factores: motivos de seguridad y prudencia en algunos, sostenimiento del valor del dólar en otros.

GRÁFICO 3: ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS DE EE.UU. EN EL EXTERIOR (% DEL PIB).

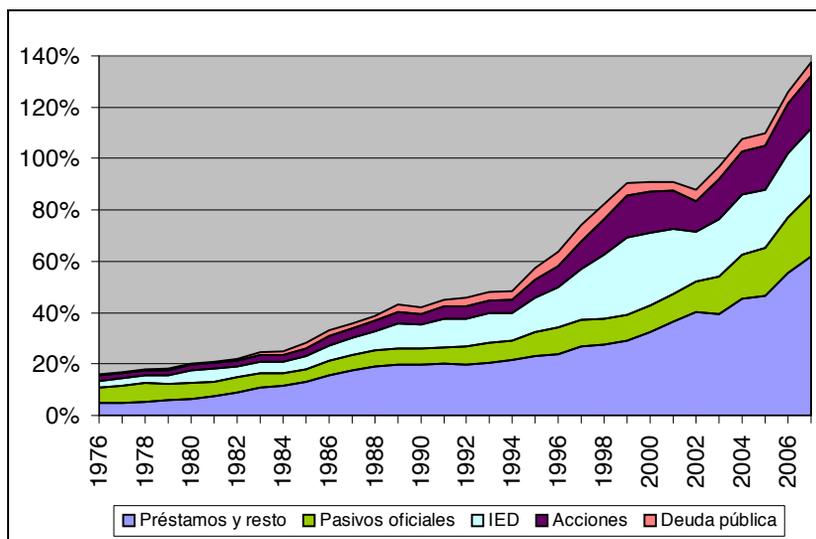


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Gobierno de los EE.UU.

El segundo elemento característico de la PIIN de los EE.UU. consiste en la importancia de los cambios en el valor de los activos y pasivos: variaciones en los precios de mercado y alteraciones en los tipos de cambio. El impacto acumulado de ambos factores para el periodo 1989-2007 es el que se recoge en la Gráfico 5. El efecto sobre los activos es mucho mayor que sobre los pasivos. De hecho, mientras que los flujos financieros pasivos acumulados fueron en ese periodo un 69% superiores a los activos, la variación en el valor total (incluidos ya por tanto los efectos valor) sólo ha sido un 16% mayor (un 11% si computamos la IED a su valor de mercado). Otro dato revelador es que la revalorización representa el 42% de la variación total

de los activos en el extranjero durante este periodo (del 48% con la IED a precios de mercado). Esta es la razón por la que a pesar de que la PIIN tiene un valor en los últimos años alrededor del -20% del PIB, la Balanza de Rentas (Gráfico 6) sigue siendo positiva y contribuye a aliviar la carga negativa de la Balanza Comercial.

GRÁFICO 4: ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS EXTERIORES DE EE.UU. (% DEL PIB).



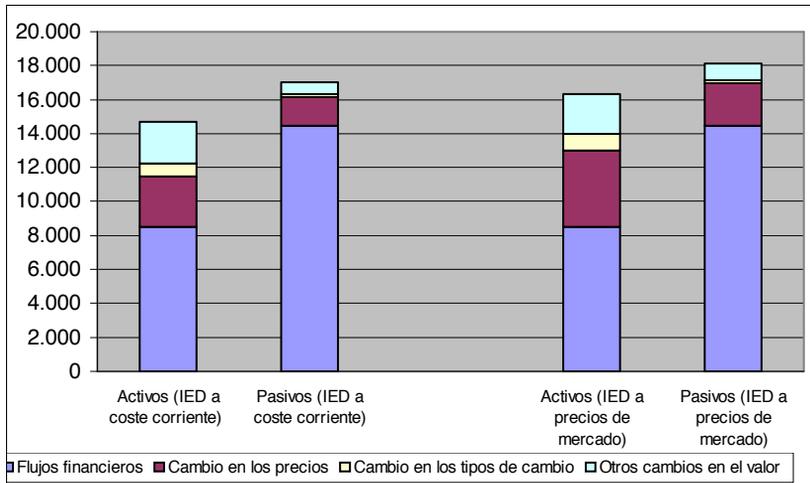
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Gobierno de los EE.UU.

Cualquier otro país estaría en una posición muy crítica con tamaño dimensión de la PIIN, en función de la parte de la deuda externa denominada en divisas. Una devaluación de la moneda nacional, que afecta tanto al valor de los activos como de los pasivos, tendrá un efecto negativo sobre la PIIN si los últimos son mayores.. Es decir, EE.UU. trasvasa a otros países gran parte de los riesgos asociados a la deuda. Este especial “privilegio” se traduce en el hecho de que una depreciación del dólar tiene un doble efecto positivo para este país: sobre la Balanza Corriente al favorecer las exportaciones netas (canal comercial), y sobre la PIIN aumentando el valor de los activos de EE.UU. en dólares (canal valoración).

En resumen, en el estudio del valor y la rentabilidad de los activos y los pasivos de EE.UU. frente al exterior, variables de referencia para el sostenimiento de los desequilibrios externos de este país, hay que tener en cuenta dos factores básicos. Por un lado, la composición de ambas carteras, que determinan tanto el rendimiento nominal como la variación de los precios

de mercado y por otro, la denominación en dólares, en la moneda del propio país, de la práctica totalidad de los pasivos.

GRÁFICO 5: VARIACIÓN ACUMULADA DE ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES DE EEUU, MILES DE MILLONES DE DÓLARES, 1989-2007 (NO INCLUYE DERIVADOS FINANCIEROS).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Gobierno de los EEUU.

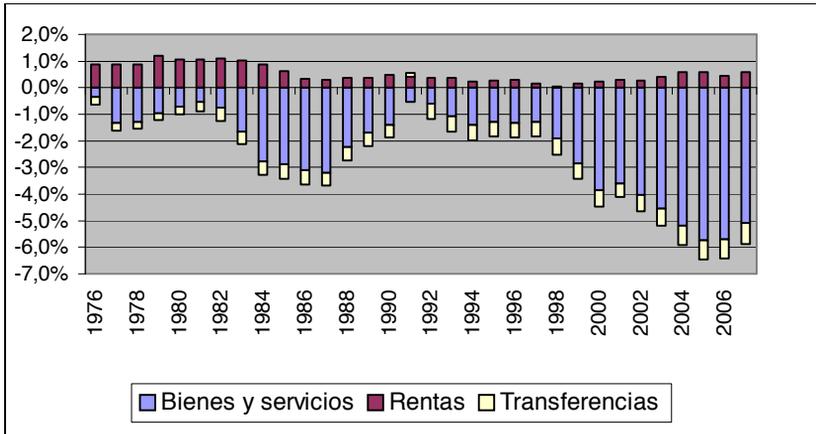
La otra variable a la que hay que prestar atención al analizar la evolución de los desequilibrios son los tipos de cambio. El Gráfico 7 recoge la evolución desde 1994 de las principales monedas en términos efectivos reales<sup>2</sup>. Especialmente relevante es la del dólar.

Es interesante comprobar la simetría existente entre la evolución del dólar y la del euro (antes de 1999, del euro sintético). Si tenemos en cuenta el papel de referencia mundial del dólar, tanto para el comercio de bienes y servicios como para la gestión de las reservas de los países y su uso como vehículo de refugio, parece que el euro ha actuado como contrapartida exclusiva de los movimientos del dólar, de manera que en los periodos en que éste se ha depreciado, ha sido la moneda europea quien ha cargado casi en exclusividad con el ajuste. No obstante, se han producido en los últimos años dos novedades importantes: por un lado, la apreciación real del yuan chino a partir de mediados de 2006 y por otro, la apreciación también del yen desde mediados de 2008. En cuanto al yuan, es importante señalar que el origen de esta apreciación real no se produce en el tipo de cambio nominal –prácticamente invariante–, sino en los precios

<sup>2</sup> Datos recogidos del BIS. Se refieren al Índice Amplio elaborado a partir de los IPCs.

internos chinos, es decir, en su mayor tasa de inflación frente a los países con los que comercia, como consecuencia del superior crecimiento del país. Respecto al yen, por estar más ligada en el tiempo su apreciación a la crisis económica, se comenta con más detalle en la siguiente sección.

GRÁFICO 6: COMPOSICIÓN DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE EN PORCENTAJE DEL PIB.



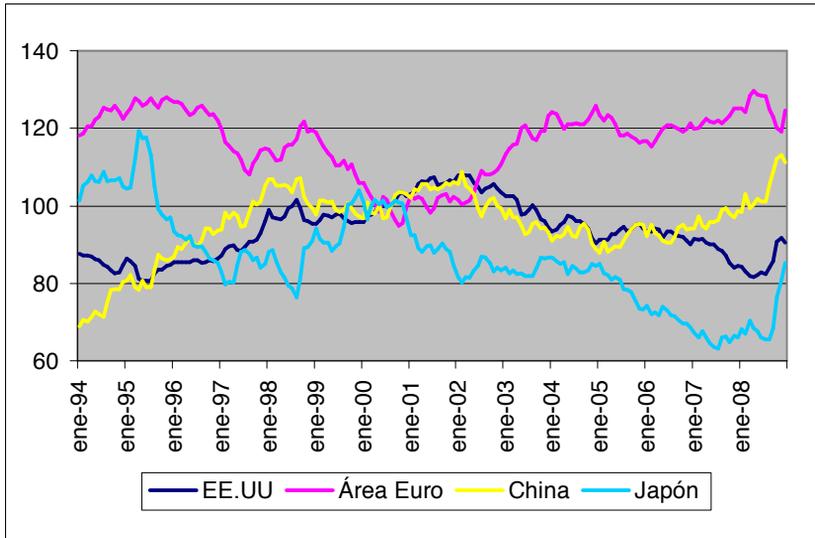
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Economic Analysis. Gobierno de los EEUU.

Mientras los mecanismos que alimentaban la creación de crédito y fomentaban el consumo siguieron actuando sin problema, los capitales continuaron afluendo a EE.UU.<sup>3</sup>, profundizando los desequilibrios exteriores. El mercado inmobiliario era uno de los principales motores del modelo. Pero cuando los precios de las viviendas empezaron a moderar su crecimiento y los tipos de interés cambiaron de tendencia, comenzó a desmoronarse todo el entramado construido hasta entonces. La crisis arrancó en el mercado de las hipotecas basura, pero de inmediato se propagó a todos los elementos que habían contribuido al boom. En ese momento, la importancia de los desequilibrios exteriores acumulados durante años aparece en toda su dimensión.

<sup>3</sup> El crecimiento del consumo fue tal, que a finales de 2007 el valor de la deuda hipotecaria de los hogares estadounidenses representaba más del 130% de su renta disponible, frente a menos del 100% en 2002. En ausencia de ahorro interno, la financiación llegaba del exterior.



GRÁFICO 7: TCER (2000 = 100).



Fuente: Elaboración propia a partir de BIS.

### 3. LA CRISIS Y LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Los tipos de cambio flexibles y la integración financiera mundial tienen la capacidad para facilitar un ajuste gradual de los desequilibrios externos globales, pero ofrecen también la oportunidad para el desarrollo de posiciones financieras arriesgadas, especulativas, que incrementan la vulnerabilidad de la economía mundial en su conjunto (los riesgos sistémicos), y pueden abrir un escenario para transformaciones de calado en la estructura de los tipos de cambio.

En cuanto a la transmisión de la crisis, se distinguen dos tipos de contagio: el derivado de la vinculación comercial y financiera entre países, lo que en palabras de Calvo y Reinhart (1996: 5-7) sería el “contagio basado en los fundamentos”, que ocurre cuando el país infectado está enlazado a otros por vía comercial o financiera o porque sufren un shock externo común, y el que se produce en ausencia de los canales anteriores, por ejemplo debido al comportamiento rebaño, lo que denominan “contagio verdadero”.

De los canales de tipo “fundamental”, el relativo al comercio de bienes y servicios está afectando con más amplitud a los países con mayor superávit corriente frente a EE.UU., esto es, los países asiáticos y más en concreto China, que representa alrededor del 30% de todo el déficit externo. Y ello por el efecto negativo que sobre el consumo de las familias norteamericanas está teniendo la actual recesión. Dados los saldos del comercio exterior con Europa

(solo ligeramente favorables a ésta), el impacto de esta vía de transmisión en esta zona no será relevante.

Parece evidente el contagio derivado de los lazos financieros; está presente en todos los ámbitos. Con la profundización de la integración financiera, las vías de transmisión son ahora auténticas autopistas. El incremento en la percepción del riesgo y de la volatilidad en los mercados, que comenzó en el verano de 2007 en EE.UU., se transmitió de forma inmediata y automática a los demás países desarrollados. Esta contaminación ya se produjo con motivo del impago de la deuda rusa de 1998 y en la crisis del sureste asiático de finales de los noventa. Con la particularidad de que durante estos episodios, EE.UU. actuó como la mejor oferta para los capitales en busca de seguridad y solvencia. En la situación actual no está nada clara la existencia de algún refugio suficientemente amplio y fiable<sup>4</sup>.

Trabajos recientes han puesto de manifiesto dos cosas: que la correlación existente entre los precios de los activos en los distintos mercados internacionales tiende a ser mayor en épocas de recesión que en épocas de crecimiento, y que el efecto que los movimientos en el precio de los activos en EE.UU. tienen sobre los demás países tiende a amplificarse en épocas de perturbaciones financieras (FMI 2007: 121-160). Ya en el hundimiento de las puntocom del año 2000, el desplome bursátil se transmitió instantáneamente a las bolsas de todo el mundo, ocasionando de inmediato una drástica reducción de los proyectos de inversión ligados a este sector.

¿Cómo está afectando la crisis a los desequilibrios externos y los tipos de cambio? A continuación se exponen brevemente algunos elementos de reflexión.

- En los EE.UU., el estancamiento del consumo privado contribuye a la mejora en la tasa de ahorro de los hogares, que se encontraba en niveles mínimos. Sin embargo, las políticas del gobierno contra la crisis (planes de rescate de las entidades financieras y políticas fiscales de estímulo de la demanda), compensan, incluso es posible que con creces, este aumento del ahorro, con lo que la economía norteamericana, considerada como un todo, va a seguir necesitando los capitales extranjeros para su financiación<sup>5</sup>; si en la época anterior a la irrupción de la crisis el destino de estos capitales era el consumo privado, ahora el objetivo es el déficit público.

La realidad es que pese a la depreciación continuada del dólar desde febrero de 2002 hasta abril de 2008, la balanza por cuenta corriente

<sup>4</sup> El oro y el franco suizo se han revalorizado mucho en los últimos meses. El oro ha alcanzado los 1.000 dólares por onza, igualando sus mayores niveles históricos; la moneda suiza se ha colocado en valores máximos frente al euro, hasta el punto de que su banco central se ha visto obligado a intervenir en los mercados cambiarios con el fin de frenar la escalada alcista, que perjudica seriamente las exportaciones del país.

<sup>5</sup> El valor total de los planes aprobados con anterioridad a la llegada de Barak Obama a la presidencia de EE.UU. rondaba los dos billones de dólares.

de este último año presentó un saldo negativo estimado del 4,6% del PIB (FMI: WEO Database de octubre 2008), aproximadamente el mismo que en 2002, después de haber alcanzado un máximo del 6% en 2006. La apreciación posterior del dólar desde mayo de 2008, aún no deja notar sus efectos sobre la balanza corriente, teniendo en cuenta el correspondiente retardo sobre el comercio exterior (entre 18 y 24 meses).

- El impacto de la crisis en China, aunque más tardía que en los países occidentales, ya se está dejando sentir: fuerte retroceso en su comercio exterior, cierre de muchas empresas manufactureras y una menor capacidad para absorber la mano de obra que va incorporándose al mercado de trabajo<sup>6</sup>. El gobierno chino ha anunciado también importantes planes de fomento del consumo nacional y de creación de infraestructuras, que deberán servir para compensar la menor demanda proveniente del exterior. Como quiera que China dispone de reservas por un valor aproximado de 2 billones de dólares, no añadirá en principio presión sobre los mercados internacionales para su financiación, excepto por el hecho de que puedan reducirse los fondos prestables para otros países.
- El vínculo de unión entre ambos lados de la ecuación, la estadounidense y la china, es la financiación de la deuda pública norteamericana que (ver Introducción), las autoridades chinas se han comprometido a seguir comprando<sup>7</sup>.
- En cuanto a los tipos de cambio, desde 2005 y hasta diciembre de 2008 se han producido cambios en las tendencias de las cotizaciones: Hacia abril de 2005 el yuan chino comienza a apreciarse en términos reales, hasta acumular una revalorización cercana al 27% a finales de 2008. Dado que el tipo de cambio nominal del yuan es mantenido oficialmente por el gobierno, esta apreciación se debe a los diferenciales en la evolución de los precios, es decir, a la mayor tasa de inflación china como consecuencia del alto dinamismo de su economía. El yen inicia asimismo un proceso de apreciación justamente con el inicio de la crisis, posiblemente como fruto de una repatriación de capitales, ante las negras perspectivas de los mercados internacionales o de la necesidad de fortalecer a las propias instituciones financieras japonesas.

Desde mediados de 2008 se ha abierto una etapa de depreciación del euro frente al dólar, el yuan y el yen, cuyas causas no están del todo claras. Es de tipo nominal, no derivada de los precios, por tanto no se

<sup>6</sup> Se estima que la disminución de las exportaciones en los primeros meses del presente año ronda el 20%. El descenso en las importaciones ha sido incluso mayor.

<sup>7</sup> Se estima que la deuda pública americana en manos del gobierno chino ronda los 700.000 millones de dólares.

debe a una menor incidencia en estos países de la vertiginosa subida en los precios de los derivados del petróleo, productos alimenticios y otras materias primas que tuvo lugar durante la parte central del pasado año y que posteriormente se desinfló<sup>8</sup>. Las débiles perspectivas económicas para Europa, peores que las de otras economías también afectadas por la crisis, puede ser una razón detrás de esta depreciación del euro, especialmente tras las expectativas abiertas en EE.UU. con la elección de Barack Obama.

#### 4. PERSPECTIVAS

Los planteamientos para la solución de los desequilibrios externos han girado en torno a tres ejes: la depreciación del dólar en términos reales; la apreciación real del yuan frente al dólar (sin alteraciones importantes de la cotización de las demás divisas) y, en tercer lugar, la posición de quienes afirman que no sólo no es necesaria la corrección de los desequilibrios sino que, por el contrario, el déficit exterior norteamericano es incluso una fortaleza para la economía mundial. Evidentemente la crisis ha añadido elementos nuevos, que matizarán o modificarán en mayor o menor medida las posturas existentes antes del verano de 2007.

A continuación se presentan algunos elementos de reflexión sobre las perspectivas a corto y medio plazo de los distintos factores que están detrás de estos enfoques:

##### *Diferentes tasas de crecimiento económico*

En el origen de los actuales desequilibrios se encuentra la mayor tasa de crecimiento de EE.UU. que la del resto de las principales economías<sup>9</sup>. Sin embargo, no es evidente que la solución a los desajustes se encuentre en una inversión de los papeles; Edwards (2007), teniendo en cuenta un conjunto de factores como son la asimetría entre déficits y superávits corrientes, la persistencia de éstos últimos a lo largo del tiempo y sobre todo, el hecho de que una reducción del crecimiento del PIB en relación a su senda de tendencia tiene escaso impacto en el saldo corriente (aproximadamente un 25% de aquél), concluye que un realineamiento de las tasas de crecimiento tendría una aportación sólo modesta a la mejora de los desequilibrios, siendo necesario dar a las modificaciones en los tipos de cambio un papel central<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Durante esas fechas se estuvo discutiendo sobre si esta subida respondía a un incremento en la demanda mundial, especialmente originada en China, o era fruto de la aparición de una nueva burbuja especulativa ante el estallido de la de la vivienda. El proceso posterior de reducción de precios, casi tan rápido como la fase ascendente, ha dado la razón a estos últimos.

<sup>9</sup> En términos de cuentas nacionales, esta distinta evolución se ha reflejado en mayores inversiones, primero, y mayor consumo después y, en cualquier caso, en menor ahorro nacional. En contrapartida, otros países han seguido el camino opuesto, con mayores tasas de ahorro.

<sup>10</sup> En una entrevista concedida al "International Herald Tribune" el 27 de septiembre de 2006, el

### *Cambios en las preferencias de los inversores no oficiales*

Un riesgo inherente a la estructura actual de la deuda norteamericana es su excesiva dependencia de las preferencias de los inversores extranjeros, especialmente ante la perspectiva de unos rendimientos escasos o de una depreciación del dólar. En opinión de Milesi-Ferretti (2005) el cambio producido en la estructura de la deuda externa de EE.UU. a partir de la crisis de las puntocom hacia títulos de menor rendimiento y estabilidad, aumenta el riesgo de los EE.UU. como deudor internacional, debido a la mayor liquidez de estos activos frente a por ejemplo la IED, dada la facilidad para modificar la distribución geográfica de la cartera hacia otros países.

### *El tipo de cambio del dólar*

Mirando hacia el futuro, es muy posible que EE.UU. no pueda mantener el mecanismo de revalorización de sus activos en el exterior -tipos de cambio y precios de mercado- como compensación, siquiera parcial, al incremento de la deuda externa. Necesitaría un diferencial de rentabilidad suficientemente amplio, similar al de los últimos años. El hecho es que por la parte de los precios de mercado, los últimos tiempos han visto una fuerte corrección generalizada de todos los activos y mercados, que ha afectado con mayor énfasis a las bolsas y al valor de las empresas que a los títulos de renta fija, de manera que lo que durante los últimos años había actuado a favor de la PIIN de EE.UU. (la mayor revalorización de sus activos que la de sus pasivos), puede llegar a revertirse en el momento actual. En cuanto a los tipos de cambio, una continua depreciación del dólar seguiría aportando valor a los activos en el exterior, pero en cambio podría tener la contrapartida de incorporarse a las expectativas sobre evolución de los precios y los tipos de interés.

Dada la imperfecta sustituibilidad entre activos financieros (no sólo entre bienes y servicios)<sup>11</sup>, un cambio en sus precios relativos -incluido el derivado de modificaciones en los tipos de cambio-, da lugar a un proceso de transferencia de riqueza entre países, que altera de manera importante la dinámica de los movimientos internacionales de capital (Blanchard, 2005). Es decir, alteraciones en el cambio del dólar frente a diferentes divisas tiene distintos efectos en función del peso de cada una de ellas en las cuentas exteriores de EE.UU., ya sea en la cuenta corriente o en la PIIN. En este sentido, una depreciación del dólar frente al euro tiene un mayor impacto sobre las ganancias de capital, dado que alrededor del 50% de los activos exteriores de EE.UU. están denominados en euros, pero modestas ganancias

Secretario del Tesoro norteamericano, Henry Paulson afirmó que se necesitaba un mayor crecimiento del consumo por parte de Europa y Japón para compensar el mayor crecimiento del PIB de EE.UU. de los años anteriores.

<sup>11</sup> Esto es, el no cumplimiento de la paridad de intereses. Son varios los motivos que justifican la imperfecta sustituibilidad; seguramente el más conocido es el que se deriva de la preferencia (el sesgo) de los inversores por los activos domésticos.

a través del canal comercial, porque los mayores problemas en este capítulo son con el yuan. Además, hay que considerar otros efectos de segunda ronda: por ejemplo, una transferencia de recursos desde EE.UU. a Europa puede modificar la demanda relativa de activos denominados en yenes y por tanto, el tipo de cambio del yen.

Obstfeld y Rogoff (2005) consideran, por su parte, que el impacto del “canal valoración” es escaso. De hecho, calculan que una pequeña elevación de los tipos de interés americanos (por ejemplo, 1,25 puntos porcentuales) tendría más impacto sobre los desequilibrios exteriores que una depreciación del dólar del 20%. En consecuencia, en opinión de estos autores, el necesario ajuste del dólar para reducir los desequilibrios depende básicamente de los “tradicionales” bienes y servicios.

Si al compromiso de las autoridades chinas para continuar financiando al gobierno norteamericano se suma la preferencia de los capitales internacionales por sustentar los planes norteamericanos frente a los de otros países, en ausencia de otras alternativas de inversión (como la que se dio en el verano de 2008 con el petróleo y los alimentos), puede ocurrir que el dólar continúe el proceso de apreciación iniciado a mediados de 2008, cuando el pánico generalizado en los mercados financieros empujó a los inversores a refugiarse en los activos norteamericanos.

### *Coyuntura económica*

La dinámica de los efectos de una variación en las demandas de bienes, servicios y activos sobre los tipos de cambio ha sido ampliamente estudiada. Para Blanchard (2005), un incremento de la demanda de bienes y servicios extranjeros por parte de los EE.UU. originará una depreciación real del dólar, más importante al principio y gradual después. Por otro lado, un incremento extranjero de la demanda de activos norteamericanos ocasionará una apreciación inicial del dólar, seguida de una depreciación paulatina que lo situará finalmente en un nivel inferior al de partida. La depreciación final acumulada de ambos efectos dependerá del grado al que hayan llegado los desequilibrios exteriores (que a su vez determinará hasta qué punto pueden revertirse por sí mismos), y de las preferencias de los inversores por los activos norteamericanos. Lo que ocurrió hasta 2003 fue una apreciación del dólar como resultado neto del incremento de la demanda de bienes y servicios extranjeros por parte de EE.UU., (que deprecia el dólar), junto con un incremento en la demanda de sus activos en el exterior (que produce al principio apreciación). Sin embargo, ambos fenómenos en conjunto deberían conducir a una depreciación, como así ocurrió a partir de febrero de 2002 (Gráfico 7). La incógnita está en saber si habrá concluido o, como parecen apuntar los datos a partir del verano de 2008, está revirtiéndose. El momento actual lo marcan la clara reducción de la demanda de EE.UU. de bienes extranjeros y la persistencia, cuando no el



aumento, de la demanda externa de su activos financieros<sup>12</sup>, con un efecto de apreciación a partir del segundo cuatrimestre de 2008.

*Política de gestión de las reservas por parte de China y de otros países*

¿Continuarán los gobiernos chino, japonés y otros adquiriendo activos en dólares a medida que lo vaya necesitando el gobierno norteamericano para financiar su creciente déficit público? La pregunta no tiene una respuesta sencilla. Influyen varios factores, y guardan relación con decisiones estratégicas de China sobre su modelo de desarrollo. Si el tipo de cambio del yuan pasa a flotar en el mercado, China tendrá menos interés en el sostenimiento del dólar, con beneficiosas consecuencias para EE.UU. en el comercio de bienes y servicios por la teórica apreciación del yuan, pero al mismo tiempo puede poner en peligro la financiación de su déficit público, especialmente ahora que las necesidades de recursos de la administración norteamericana son muy superiores a las de unos años atrás. Si, alternativamente, los bancos centrales de China, Japón y otros países, ante la perspectiva de una depreciación del dólar –y por tanto de pérdida de valor de sus activos en dólares–, decidieran modificar la composición de sus reservas, dando entrada en las mismas a otras monedas como el euro, el dólar terminaría por depreciarse.

Eichengreen (2004) ha puesto de manifiesto un problema relacionado con el actual modelo de gestión y acumulación de reservas: partiendo de la hipótesis de que si todos los países deciden simultáneamente diversificar sus reservas todos sufrirán pérdidas de capital por la depreciación del dólar, solo si todos deciden, explícita o implícitamente, continuar gestionándolas como hasta ahora, sus activos mantendrán su valor; y puede aparecer la figura del *free-rider*, es decir, el de un país que decida obtener ventaja dando el primer paso en la diversificación, pero generando una cadena de actuaciones que romperían la estabilidad del sistema. Esta situación guarda un cierto paralelismo con la vida por los países europeos en la década de los 60 del siglo pasado ante la falta de adecuación de las reservas de oro de EE.UU. a las tenencias de dólares de los gobiernos europeos, el conocido como dilema de Triffin.

Obstfeld y Rogoff (2005) han cuantificado las consecuencias de las distintas opciones de la política de gestión de reservas. Si Japón, China y otros dejan de sostener al dólar, la depreciación necesaria del dólar para restablecer los equilibrios externos, tanto frente a esas monedas como frente al euro, sería alrededor de un 33%. Si, por el contrario, prosiguen con la política de “fijar” el tipo de cambio del dólar, la totalidad de la carga del

<sup>12</sup> Aunque la ortodoxia indicaría que el momento sería mas bien de salida de capitales de EE.UU. dada la situación tumultuosa de su sector financiero, hay algunos elementos que juegan a favor de lo contrario: la búsqueda de instrumentos seguros –deuda pública americana– ante el pánico generalizado en los mercados internacionales, la gestión del tipo de cambio y de las reservas por parte de las autoridades chinas y de otros países, y la repatriación de capitales necesarios para el apuntalamiento de las muy debilitadas instituciones financieras norteamericanas son algunos de ellos.

ajuste la asumiría el euro, en cuyo caso tendría que apreciarse frente al dólar un 60%<sup>13</sup>.

### *El tipo de cambio del yuan*

La idea de que el ajuste de los desequilibrios cambiarios debe centrarse en la apreciación del yuan está muy extendida entre la clase política y académica de los EE.UU. Frankel, sin focalizar en la moneda china el origen del problema de los desequilibrios exteriores de EE.UU., piensa que una apreciación real de la moneda china tiene una doble consecuencia positiva: sobre la propia economía china, al relajar las presiones inflacionistas, y sobre el resto del mundo, especialmente EE.UU., al ayudar a aliviar su déficit externo. Este segundo efecto sería incluso mayor si otras monedas asiáticas siguieran en su camino al yuan. La apreciación debería proceder del tipo de cambio nominal, no de los precios (Frankel, 2005), como ha sido el caso desde mediados de 2008.

Con parecidos argumentos se pronuncia Ben Bernanke, aunque el actual Presidente de la Reserva Federal encuadra la conveniencia de la apreciación del yuan en las bondades de la liberalización plena de los movimientos de capital y de los tipos de cambio como la mejor forma de contribuir a los ajustes macroeconómicos globales y al propio desarrollo de China (Bernanke, 2005).

¿Se ha debido el incremento exponencial del superávit exterior de China a una cuestión exclusiva de precios? De hecho, el yuan se ha revaluado en términos reales un 60% entre enero de 1994 y diciembre de 2008, un 26% desde enero 2005. Podríamos ver una repetición de la conocida como paradoja de Kaldor, según la cual, los incrementos en las exportaciones alemanas y japonesas tras la II Guerra Mundial se produjeron en paralelo a una apreciación de sus respectivas monedas. Es la competitividad no basada en el precio<sup>14</sup>. Por otro lado, una hipotética apreciación nominal del yuan no implica necesariamente que se reduzca el valor de las exportaciones chinas: por un lado, su ventaja en precios puede ser tal que aún encareciéndose en dólares no sean sustituidos por otros productos, como ha puesto de manifiesto Anna Swartz (2005). De esta forma, aumentaría el deterioro de la cuenta corriente de EE.UU. Por otro, porque con una apreciación del yuan resultarían mas baratos los productos importados por China (no olvidemos que es un gran importador de materias primas y, cada vez más, de productos intermedios) que, trasladados a los precios finales en la exportación, reduciría el impacto

<sup>13</sup> Téngase en cuenta que estas recomendaciones para un apreciación del yuan se sitúan alrededor de los años 2004 y 2005; desde entonces, la apreciación real del yuan ha sido superior al 25% y sin embargo los desequilibrios exteriores de EE.UU. no han mejorado sustancialmente.

<sup>14</sup> El indicador comúnmente utilizado para medir la competitividad de los países es el diseñado por el *World Economic Forum* con el nombre de *Global Competitiveness Index (GCI)*, que se incluye en su publicación anual *The Global Competitiveness Report*. Es un indicador sintético que incluye, además de los precios, variables de tipo institucional, estructurales, estratégicas y otras. Baste decir que los primeros puestos del ranking están invariablemente ocupados por los países más desarrollados, encabezados por EE.UU., y que China se sitúa en el lugar nº 30 en el informe correspondiente a 2008-2009. (World Economic Forum, 2008).

sobre las ventas al exterior. Es más, cabría la posibilidad de que los productos chinos, más caros en dólares tras una revaluación del yuan, sean sustituidos por productos provenientes de otros países, no por productos norteamericanos, dejando invariante la posición exterior de EE.UU. Por no mencionar que la diferencia de costes salariales es tan favorable a China, que la revaluación del yuan tendría que ser muy importante para que se dejara notar con claridad en las balanzas comerciales. En definitiva, es posible que las autoridades norteamericanas estén sobrevalorando el papel de China en la resolución de los desequilibrios de su cuenta corriente.

Además, las reservas chinas, en su mayoría en dólares, perderían valor con una revaluación amplia del yen, lo que podría conducir a una contracción monetaria y muy posiblemente a una reducción de sus importaciones (añadida a la que ya está padeciendo como consecuencia de la crisis), que afectaría a terceros países, especialmente Japón, cuyo saldo comercial con China ronda el equilibrio<sup>15</sup>. En el momento actual, en el que están saliendo capitales de China, incluso podría ocurrir que la flotación provocara una depreciación del yuan.

#### *Geopolítica y política económica de EE.UU. y China*

A medida que la crisis económica va adquiriendo dimensiones más negativas, hay dos elementos de la macroeconomía americana que en principio sí están actuando en la dirección de la resolución de los desajustes: el aumento del ahorro privado como consecuencia del frenazo en el consumo, y la reciente promesa de Barack Obama de reducir a cero el déficit público una vez haya pasado esta etapa de rescates económicos y actuación de los estabilizadores automáticos, que están acelerando el deterioro de las cuentas públicas.

Junto a este riesgo para los inversores, hay también un riesgo para EEUU, debido a su dependencia de los bancos centrales de países asiáticos y de los países productores de petróleo.

Por otro lado, la reorientación de la actual administración norteamericana en la esfera internacional hacia mayores dosis de multilateralismo, puede contribuir a una reducción coordinada y consensuada de los desequilibrios exteriores; buena prueba de ello es el clima de entendimiento con las autoridades chinas (ver introducción), que se podría traducir en la concesión de un mayor peso de este país en los organismos financieros internacionales, dando así satisfacción a un deseo expresado en varias ocasiones por sus autoridades de ajustar su peso político a su peso económico.

En este marco de cooperación, también pueden producirse cambios importantes en la estrategia china de desarrollo económico, potenciando la demanda interna, en concreto el consumo y la inversión en infraestructuras. A largo plazo reduciría su dependencia de las exportaciones, y por tanto del tipo de cambio con el dólar.

<sup>15</sup> China (incluido Hong Kong) es desde el año 2004 el principal cliente de Japón.

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los enormes y crecientes déficits de la balanza corriente de EE.UU., que son a la vez superávits de otras economías del mundo, se sitúan en el centro de los llamados “desequilibrios externos” y han originado que la deuda externa norteamericana se haya movido en los últimos años alrededor del 20% de su PIB. Al mismo tiempo, se ha producido una acumulación de reservas por parte de los países superavitarios, que han sido utilizadas en gran parte para financiar los pasivos exteriores de los EE.UU.

La Posición de Inversión Internacional Neta de EE.UU. presenta un rasgo muy característico que le otorga un perfil diferente a la de otros países. Los activos norteamericanos en el exterior han ofrecido durante los últimos años unos rendimientos notablemente superiores al de sus pasivos, contribuyendo al alivio del déficit corriente. Dos causas explican este comportamiento: por un lado, el hecho de que en las inversiones de EE.UU. en el exterior tienen mayor ponderación activos con altos rendimientos, en concreto IED y acciones, mientras que en sus pasivos predomina la deuda a corto plazo, especialmente los bonos del tesoro; por otro, la senda de depreciación del dólar, que comenzó al principio del año 2002, ha supuesto una revalorización en dólares de sus activos en el extranjero, frenando así la tendencia expansiva de su deuda externa neta.

La evolución de los tipos de cambio durante los últimos años es un buen reflejo del camino seguido por la económica mundial. Centrándonos en el dólar, en el periodo que va desde 1995 hasta el inicio de la crisis hay dos grandes etapas: hasta mayo de 2002 la moneda norteamericana se aprecia de forma considerable en términos reales (Gráfico 7), en concreto un 34%. A lo largo de esta etapa, la cuenta corriente americana presenta a su vez dos tramos: hasta 1997 se mantiene en valores nunca superiores al -2% del PIB, y a partir de 1998 se va deteriorando progresivamente hasta alcanzar valores superiores al -6% (Gráfico 6)<sup>16</sup>. Ya sea por la situación cada vez menos sostenible del déficit corriente, por la consolidación del euro en los mercados internacionales como vehículo alternativo al dólar, por la huida de los inversores de los mercados americanos tras el descabro de las puntocom o, más posiblemente, por todos estos factores a la vez, el caso es que el dólar comenzó a depreciarse a partir de febrero de 2002 y lo siguió haciendo hasta mayo de 2008. La pérdida de valor acumulada en ese periodo ha sido del 24%, situándose en un nivel muy próximo al del verano de 1995, cuando comenzó su senda alcista.

Durante todo este tiempo, ha sido principalmente el euro -y con anterioridad a su creación las monedas que pasaron a formar posteriormente el mismo-, la divisa que ha actuado de contrapartida (Gráfico 7), mientras que tanto el yuan (hasta enero de 2005) como el yen (hasta el verano de 2007), se han movido en paralelo al dólar, de forma que la competitividad de los productos de estos países apenas se ha visto mermada en el mercado norteamericano, y ha sido

<sup>16</sup> En el caso norteamericano, el retardo que existe entre las variaciones en los tipos de cambio y el saldo de la balanza corriente es aproximadamente de dos años.

durante esa época cuando más ha crecido el déficit exterior de EE.UU. Esta tendencia del dólar hacia la depreciación hubiera sido aún mayor de no haber ser por la política de reservas de China, Japón y otros países de dedicar una parte muy importante de sus excedentes obtenidos del comercio exterior a la adquisición de activos norteamericanos, con el fin precisamente de mantener el valor del dólar.

La pregunta es: ¿qué camino seguirán los desequilibrios internacionales durante la actual crisis económica? y ¿qué papel tendrán los tipos de cambio?.

Las alternativas presentadas con anterioridad al estallido de la crisis para la resolución de los desequilibrios, descansaban sobre la idea de que los países que debían actuar de compensación frente a los EE.UU., básicamente Europa, China y Japón, se encontraban en una situación económica que permitiría digerir sin demasiados traumas las consecuencias del ajuste. Sin embargo, el vuelco económico sufrido desde entonces ha sido tan espectacular que en el reequilibrio de las posiciones internacionales deben estar involucrados todos los actores, tanto los EE.UU. como los países que han actuado como contrapartida exterior<sup>17</sup>.

Parece evidente que si los desajustes externos han estado en el nacimiento del problema, deberán formar parte de su solución; esto requiere encajar muchas piezas, como si de un puzzle se tratara; una de las más importantes son los tipos de cambio, especialmente el dólar, pues no en vano EE.UU. sigue estando en el centro de la economía mundial.

En la etapa de expansión de los desequilibrios, la sobreproducción de algunos países, muy en concreto China, se acopló perfectamente con el sobreconsumo de otros, en especial el norteamericano. Y si EE.UU. necesita aumentar su ahorro nacional para salir de la crisis<sup>18</sup>, algo debe compensarlo. Una opción lógica es un incremento en el consumo interno de China, pero dado que su economía representa alrededor de un tercio de la norteamericana, es difícil que la compensación sea total.

Desde la irrupción de la crisis, se pueden distinguir dos fases en los tipos de cambio. En la primera, hasta julio de 2008, el dólar prosigue su senda de depreciación frente al euro iniciada en la primera mitad de 2002, pero al mismo tiempo comienza a depreciarse también frente al yen, que comparte así con el euro la carga del ajuste. La segunda etapa, iniciada en el verano de 2008, se caracteriza por la depreciación del euro tanto frente al dólar (en términos bilaterales nominales un 13% hasta febrero de 2009) como frente al yen (un 30% nominal en el mismo periodo). La moneda japonesa, por su parte, continúa apreciándose frente a la norteamericana. Asimismo, prosigue la apreciación en términos reales del yuan que comenzó al inicio de 2005.

<sup>17</sup> El Presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durao Barroso, lo expresó gráficamente en la cumbre de líderes de Europa y Asia que tuvo lugar en octubre de 2008 dedicada a la crisis global, al decirle a los mandatarios asiáticos que, frente a la crisis, o nadaban juntos o se ahogaban juntos.

<sup>18</sup> El ahorro privado está creciendo, obligado por la propia crisis: los hogares se dedican ahora a pagar sus deudas, en lugar de aumentarlas, como hacían antes.

El ajuste de la cuenta corriente norteamericana hasta niveles sostenibles tiene que ir vinculada a alteraciones en el tipo de cambio real del dólar y al aumento del ahorro de EE.UU. Como éste no ha sido el caso en los últimos años, el déficit de la balanza por cuenta corriente sólo ha mejorado ligeramente, a pesar de la sostenida depreciación del dólar desde 2002. Por otro lado, una reducción en el consumo nacional hace necesaria una depreciación del dólar para el equilibrio del mercado de bienes y servicios; simétricamente, una depreciación del dólar que no vaya acompañada de un incremento del ahorro puede originar presiones inflacionistas (importadas), que compensarán los beneficios iniciales derivados de la ganancia de competitividad (Obsfeld y Rogoff, 2005).

En cuanto a las consecuencias sobre los tipos de cambio de las emisiones de deuda vinculadas con los planes de recuperación económica, bien pudiera ser que en la medida que vaya creciendo la deuda pública, los inversores extranjeros retiren su confianza en la moneda de turno, obligando a los gobiernos a incrementar su rentabilidad a través de una subida de los tipos de interés. Pero el dólar no es una moneda convencional, todo lo contrario. Además, también Europa, Inglaterra, y muchos otros países se encuentran en la necesidad de apelar a la deuda pública, con lo que los inversores no tienen excesivas alternativas para colocar sus fondos: si todos están igual, qué mejor sitio que los títulos norteamericanos.

Un efecto añadido de esta crisis, tal es su envergadura, es el papel en la economía mundial con el que saldrán de la misma las principales divisas cuando finalice. Es posible que asistamos a una modificación sustancial en el peso del dólar, del euro e incluso del yuan en las finanzas mundiales.

Aunque los políticos y la mayoría del mundo académico están especialmente atentos a la evolución de la crisis económica, a sus perspectivas y al modo en que pueda gestionarse, es innegable que los desequilibrios exteriores, ampliamente comentados y analizados antes del estallido de la crisis, no pueden continuar indefinidamente; deberán resolverse, antes o después. Podrán hacerlo en el seno de la salida de la crisis, como si de un subproducto de la misma se tratara, o permanecerán en hibernación, para volver a situarse en un lugar destacado cuando lo peor haya pasado. La propia evolución económica está contribuyendo, a través del aumento del ahorro interno, a una disminución en la demanda de bienes y servicios extranjeros por parte de EE.UU. El temor expuesto en reiteradas ocasiones por las autoridades de este país en el sentido de que un dólar débil puede actuar como combustible para la inflación, muy evidente el pasado verano durante la escalada de los precios del petróleo y otras materias primas y alimentos, ha perdido ímpetu tras el cambio de tendencia a partir del otoño, situando la inflación actual en EE.UU. en niveles mínimos, por lo que una mayor depreciación del dólar es, al menos desde el punto de vista de los riesgos inflacionistas, perfectamente asimilable por la economía norteamericana. No obstante, en un entorno de enorme amplitud y profundidad (y también opacidad) de los mercados financieros internacionales,

un reajuste pronunciado y repentino del dólar frente a las principales monedas produciría cambios importantes en los precios relativos a nivel internacional, agravando por tanto los efectos de la actual crisis económica.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen, F. y Gale, D. (2000): "Optimal Currency Crises", *Working Paper Series*, n° 00-23, The Wharton Financial Institutions Center.
- Alonso, M. (2006): "El proceso de globalización y la naturaleza cambiante de las crisis cambiarias y financieras: antiguas y nuevas interpretaciones", *VIII Reunión de Economía Mundial*, Alicante, Sociedad de Economía Mundial.
- Bagnai, A. (2008): "The Role of China in Global External Imbalances: Some Further Evidence", *China Economic Review*, por publicar.
- Bernanke, B. (2005): "Monetary Policy in a World of Mobile Capital", *Cato Journal*, 25(1), 1-12.
- Bernanke, B. (2007): "The Subprime Mortgage Market", conferencia pronunciada en la "43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition", del Banco de la Reserva Federal de Chicago. Chicago, Illinois, EE.UU. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm>
- Bikhchandani, S. y Sharma, S. (2000): "Herd Behaviour in Financial markets", *IMF Staff papers*, 47(3), 279-310.
- Blanchard, O.; Giavazzi, F. y Sa, F. (2005): "International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-49.
- Cerón, J. (2008): "Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las subprime", *X Reunión de Economía Mundial, Barcelona*, organizada por la Sociedad de Economía Mundial, mayo de 2008.
- Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003). "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *Working Paper*, 9971, NBER.
- Edwards, S. (2005): "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? If Not, How Costly is Adjustment Likely to Be?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 211-271.
- Eichengreen, B. (2004): "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", *NBER Working Paper*, 10497.
- Eichengreen, B. (2007): "Brazil and the Subprime Crisis". *Second International Seminar on Fixed Income Markets*, Sao Paulo, Octubre. National Association of Financial Market Institutions (ADMIMA) and Custody and Settlement Chamber (CETIP).
- Eichengreen, B. y Mitchener, K. (2003): "The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong", *BIS Working Papers* n.º 137.

- Flood, R. y Garber, P. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics* 17,1-13
- Fondo Monetario Internacional, 2007 y 2008: *World Economic Outlook*, octubre. Washington.
- Frankel, J. (2005): "On the Renminbi", *CESifo Forum*, 3, 16-21.
- Fratzscher, M. (2002): "On Currency Crises and Contagion", *Working Paper*, n.º 139, ECB.
- Freund, C. (2005): "Current Account Adjustment in Industrial Countries", *Journal of International Money and Finance*, 24, 1278-1298
- Gourrinchas, P. y Rey, H. (2005): "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege" *NBER Working Paper* n.º 11563.
- Gourrinchas, P. y Rey, H. (2007): "International Financial Adjustment", *Journal of Political Economy*, 115, 4.
- Graham, J. (1999): "Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 54, 1, 237-268.
- Jeanne, O. y Zettelmeyer, J. (2002): "Original Sin, Balance Sheet Crises, and the Role of International Lending", *IMF Working Paper* 02/234.
- Kaminsky, L. y Reinhart, C. (1999): "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Kaminsky, L. y Reinhart, C. (2000): "On Crises, Contagion, and Confusion", *Journal of International Economics*, 51, 145-168.
- Kiyotaki, N. y Moore, J. (1997): "Credit Cycles", *The Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Krugman, P. (1979): "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Krugman, P. (1996): "Are Currency Crises Self-fulfilling?", *NBER Macroeconomic Annual*, 345-378.
- Krugman, P. (1999): "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, 6(4), 459-472.
- Krugman, P. (2007): "Will There Be a Dollar Crisis?", *Economic Policy*, 22(51), 436-467.
- McKinnon, R. y Pill, H. (1997): "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *The American Economic Review*, 87(2), 189-193.
- Mendoza, E. (2005): "Real Exchange Rate Volatility and the Price of Nontradables in Sudden-Stop-Prone Economies", *Economia*, 6(1), 103-148.
- Milesi-Ferretti, G.M. y Razin, A. (1998): "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities", *NBER Working Paper* n.º 6620.

- Obstfeld, M. (1996): "The Logic of Currency Crises", *NBER Working Paper n.º 4640*.
- Obstfeld, M. (1996): "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", *European Economic Review* 40, 1037-1047.
- Obstfeld, M. (2005): "America's Deficit, the World's Problem". *Working Paper n.º C05-144*, Centre for International and Development Economic Research, Universidad de California, Berkeley.
- Obstfeld, M. y Kenneth, R. (1995): "The Inter-temporal Approach to the Current Account", *Handbook of International Economics*, 3, Gene M. Grossman and Kenneth Rogoff, North-Holland, Ámsterdam.
- Obstfeld, M. Y Rogoff, K. (2005): "The Unsustainable US Current Account", mimeo, UC Berkeley.
- Radelet, S. y Sachs, J. (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, I, 1-90.
- Randall, W. (2007): "Lessons from the Subprime Meltdown", *Working Paper Collection n.º 522*, The Levy Economics Institute, Nueva York.
- Reinhart, C. y Rogoff, K. (2007): "Is the 2007 U.S. Sub-prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison", *NBER Working Paper n.º 13761*.
- Roubini, N. y Setser, N. (2004): "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances". Stern School of Business, New York University. Disponible online en: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>
- Setser, B. (2008): "A Neo-Westphalian International Financial System", *Journal of International Affairs*, 62(1), 17-34.
- Schwartz, N. (2007): "One World, Taking Risks Together," *New York Times*, 21 de octubre. Disponible online en: (<http://www.nytimes.com/2007/10/21/weekinreview/21schwartz.html>).
- Tille, C. (2003): "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt", *Current Issues in Economics and Finance*, 9(1), 1-7.
- UNCTAD (VV.AA.) *World Investment Report*, Varios años, Naciones Unidas, Ginebra.
- World Economic Forum (2008): "The Global Competitiveness Report 2008-2009", WEF, Ginebra. Disponible online en: <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm>