

Alfredo Pastor

La ciencia humilde
Economía para ciudadanos

ARES y MARES

Capítulo 8

EL TIPO DE CAMBIO

Los movimientos del tipo de cambio dependen de las percepciones cambiantes de los rendimientos relativos de la inversión en países distintos, así como de la miríada de influencias que se ejercen sobre las tendencias relativas a importar y exportar.

ALAN GREENSPAN,
Presidente de la Reserva Federal,
16 de julio de 2002

Introducción

Muchas de las grandes discusiones en materia de política económica —y de política a secas— de los dos últimos siglos han girado en torno al tipo de cambio; éste ha ido cobrando mayor importancia con el desarrollo del comercio internacional, ya que las reglas cambiarias resumen los compromisos que los países que participan en los mercados mundiales adoptan con respecto a la estabilidad de sus monedas. La existencia de unas reglas claras y compartidas por los participantes es un elemento esencial en todo comercio, más aún cuando las partes se encuentran a grandes distancias y a menudo ni se conocen.

El siglo XX es el escenario de un cambio fundamental en las reglas del juego: el abandono del patrón oro y la adopción progresiva de tipos de cambio flexibles entre las grandes monedas.

El patrón oro daba primacía a la estabilidad de los tipos de cambio y, como vimos en el capítulo anterior, subordinaba la política económica de cada país a la situación de su balanza de pagos. Estas reglas del juego obligaron a ajustes internos muy costosos en términos de producción y empleo, que dieron como resultado el abandono progresivo del patrón oro y su sustitución por reglas más flexibles. El gran defensor de esa mayor flexibilidad entre los economistas académicos fue Keynes; él supo dar con las frases justas para convencer a economistas y políticos de la conveniencia de un manejo menos mecánico de las magnitudes monetarias y, en particular, de la importancia de abandonar el oro como regulador de la cantidad de dinero. Hay que recordar, sin embargo, que aún hoy sus tesis no son universalmente admitidas, aunque los que discrepan de su posición pueden considerarse una minoría, que agrupa, en términos generales, a quienes desconfían de todo lo que signifique intervención discrecional del Estado en la vida económica.

Keynes fue uno de los inspiradores del sistema que nació en Bretton Woods en julio de 1944 y que permaneció vigente hasta 1971: un sistema de tipos de cambio fijos, anclado en el dólar como moneda de reserva, sin libertad de movimientos de capital y con una institución, el Fondo Monetario Internacional, cuya función se limitaba a suministrar liquidez a aquellos países que pasaran por dificultades transitorias en su balanza de pagos.

Desde 1971, fecha en que EE.UU. suspendió la libre convertibilidad del dólar, hasta hoy, el sistema monetario internacional ha sufrido infinidad de cambios, dos de ellos fundamentales: la deriva hacia un sistema de tipos flexibles, y la progresiva liberalización de los movimientos de capital. Ni uno ni otro pueden considerarse consolidados aún; podemos decir, parafraseando la respuesta del Primer Ministro de Mao Zedong, Zhou Enlai a propósito de la Revolución Francesa, que aún es pronto para pronunciarse. No puede decirse que todas las economías deban tender a adoptar un sistema de tipos de cambio flexibles, aunque éste parece el más recomendable para grandes monedas

como el euro o el dólar; tampoco puede afirmarse que se hayan cumplido las promesas de libertad de movimientos de capital en cuanto a la mejor asignación de recursos para la inversión, mientras que sí resulta cierto que los movimientos de capital han convertido el sistema financiero internacional en algo mucho más inestable de lo que había sido en el pasado.

Ya se ve, pues, que el tipo de cambio ocupa un papel central en la comprensión de las relaciones económicas internacionales. En un contexto de tanta amplitud, el propósito de este capítulo es muy modesto: se trata de familiarizar al lector con las fuerzas más importantes que operan sobre el tipo de cambio. No tanto de proporcionar información como de despejar las grandes líneas de un entramado muy enrevesado, de atender a los fundamentos más que a los detalles. Con una lectura atenta debería uno ser capaz de formarse su propio criterio, de plantearse las preguntas correctamente y de ir las contestando de forma ordenada.

Hubiera sido mejor poder presentar una visión completa de la determinación del tipo de cambio, de sus variaciones y de sus consecuencias, pero esa visión no está disponible: algunos modelos iluminan ciertos aspectos, otros dirigen su atención a otros. Por consiguiente, hemos optado por ir guiando al lector a base de ejemplos. En la determinación del tipo de cambio intervienen, como veremos, dos grandes clases de actores: los privados —comerciantes e inversores— y las autoridades. Los primeros tienen sus propios intereses; las autoridades persiguen determinados objetivos generales. En cada momento, unos y otros constituyen las fuerzas activas cuya resultante será la evolución del tipo de cambio; y, con un poco de paciencia, es posible analizar qué magnitud tienen esas fuerzas en momentos distintos, para saber algo de la dirección que debería seguir el tipo de cambio.

Empezaremos, pues, introduciendo el mercado de divisas, en el que se determina el tipo de cambio; analizaremos, de forma muy simplificada, el comportamiento de los actores privados más importantes a corto plazo, los inversores; y con eso y

con lo que ya sabemos de la política económica en una economía cerrada trataremos de analizar la influencia de factores como la inflación, el crecimiento o la productividad sobre el tipo de cambio.

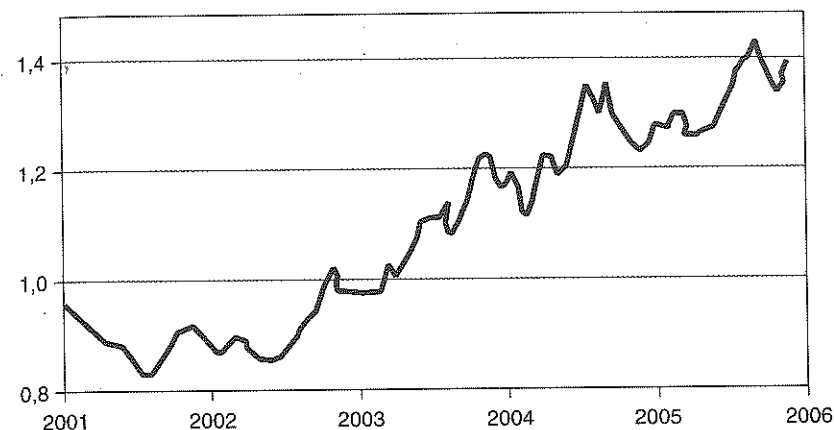
El tipo de cambio: definiciones

La cita de Greenspan que encabeza este capítulo es un aviso: no esperemos descubrir reglas que permitan saber qué hará el dólar mañana o la semana que viene. Si es posible, sin embargo, saber qué fuerzas actúan en cada momento sobre el tipo de cambio, y eso ya es mucho, porque nos permite hablar de tendencias y contestar algunas preguntas que escuchamos a menudo. Antes necesitaremos algunas definiciones.

Si designamos con el calificativo de «nacional» todo cuanto se refiere a la Unión Monetaria Europea (UME), y con el de «extranjero» a lo que se refiere a EE.UU., diremos que el tipo de cambio del euro es el precio del dólar medido en euros; es decir, el número de euros que hace falta pagar para adquirir un dólar. El 13 de julio de 2007, el tipo de cambio del dólar era 0,7262: hacía falta 0,7262 euros para comprar un dólar; visto desde el otro lado del Atlántico, el tipo de cambio del euro era 1,3770: hacía falta 1,3770 dólares para comprar un euro.

Naturalmente, $1,3770 = 1/0,7262$: el tipo de cambio del dólar frente al euro es $1/e$. En lo que sigue nos atendremos a la definición inicial: *el tipo de cambio de la moneda nacional es el precio de la moneda extranjera medida en unidades de moneda nacional*.

Según esa definición, *cuando el tipo de cambio aumenta, pasando, por ejemplo, de 0,7262 a 0,730 euros por dólar, el euro se deprecia*: hacen falta más euros para comprar un dólar; en este ejemplo, el euro se ha depreciado en un 5,2 por 100 frente al dólar. Por el contrario, *una moneda se aprecia cuando el tipo de cambio disminuye*: cuando hacen falta menos unidades de la



FUENTE: Reserva Federal

FIGURA 8.1. Tipo de cambio del euro, 2001-2006 (en el eje vertical se registra el precio de un euro medido en dólares: el dólar es aquí la moneda nacional).

moneda nacional para comprar una unidad de moneda extranjera.¹

Así, la Figura 8.1. registra el tipo de cambio del euro frente al dólar entre 2001 y 2005. De acuerdo con nuestra definición, vemos cómo el euro experimentó una ligera depreciación durante la primera mitad de 2001 para apreciarse, casi sin parar, después: un euro pasó de costar noventa centavos a costar casi 1,40 dólares.

El tipo de cambio de una moneda puede variar más o menos libremente, siguiendo las fluctuaciones del mercado de divisas, o puede haber sido fijado por las autoridades: así, el tipo de

1. Si bien la prensa periódica suele recoger datos sobre los tipos de cambio, las revistas especializadas publican más a menudo gráficos de *índices* de los tipos de cambio. Los índices de tipos de cambio se calculan partiendo del precio de la moneda nacional en términos de una o varias monedas extranjeras (por ejemplo, de las de los socios comerciales del país de que se trate), y se comportan, por consiguiente, al revés que los tipos de cambio: un aumento del índice corresponde a una apreciación de la moneda nacional, y viceversa. En general, el propio gráfico indica si se trata de tipos de cambio o de índices.

cambio del euro frente al dólar fluctúa a diario, si bien ocasionalmente las autoridades europeas o norteamericanas pueden intervenir en el mercado, comprando o vendiendo una u otra moneda. Por el contrario, el tipo de cambio del peso argentino frente al dólar estuvo fijado en 1, por decisión de las autoridades argentinas, durante la década de los noventa. En el primer caso se trata de un tipo de cambio flexible; en el segundo, de un régimen de tipos de cambio fijos. En el primer caso, la moneda se *aprecia* o se *deprecia*; en el segundo, las autoridades la *revalúan* o —más frecuentemente— la *devalúan*.²

El mercado de divisas: comerciantes e inversores

Greenspan hace depender los movimientos de los tipos de cambio de dos clases de factores: incentivos a la inversión y tendencias a exportar e importar. Unas corresponden a los que aquí llamaremos los inversores, las otras a los que llamaremos los comerciantes; unas se ejercen sobre la cuenta financiera, las otras sobre la cuenta corriente.

El tipo de cambio, como otros precios, se determina en un mercado, en este caso el de divisas; para ordenar las influencias que se ejercen sobre el tipo de cambio resulta conveniente imaginar que al mercado de divisas acuden dos clases de agentes, que designamos como *comerciantes* e *inversores*. Los comerciantes demandan moneda extranjera (dólares) para pagar sus importaciones, y ofrecen dólares que han ingresado como contrapartida de sus exportaciones. Los inversores demandan dólares si desean invertir sus ahorros en activos en dólares: bonos del Tesoro estadounidense, acciones de una empresa estadounidense o terrenos en EE.UU., y demandan euros para invertir en ac-

2. En la práctica dominan los regímenes mixtos, en los que las autoridades se fijan una paridad que les parece conveniente e intervienen para mantener el tipo en torno a esa paridad. Las formas de intervención y de fijación de las paridades son muy diversas.

tivos denominados en euros: deuda alemana o hipotecas españolas, acciones de empresas italianas o casas en la Riviera.

En un mundo sin libertad de movimientos de capital, los inversores no pueden acudir al mercado de divisas, ya que han de invertir sus recursos en activos en moneda nacional. De este modo, el tipo de cambio se determina exclusivamente por la demanda y la oferta que procede de los comerciantes. Si Europa se empobrece, e importa menos que antes, o si caen los precios de los productos europeos frente a los norteamericanos, las exportaciones europeas aumentan y sus importaciones disminuyen: la oferta de dólares aumenta con respecto a la demanda de dólares, y el euro tiende a apreciarse. Y al revés, un país que mantiene un déficit comercial frente a otro, ve cómo se deprecia su moneda. Éste fue el caso en la economía mundial bajo el régimen de Bretton Woods, desde 1944 hasta finales de los ochenta.

Si fueran los comerciantes quienes determinaran la evolución del tipo de cambio, el euro habría tendido a apreciarse desde su creación, ya que EE.UU. ha mantenido un déficit comercial creciente con respecto a la zona euro. Si no ha sido así se debe a que, *en un mundo de libres movimientos de capital, las decisiones de los inversores tienen una influencia mucho mayor que las de los comerciantes en la determinación del tipo de cambio*, por dos razones. La primera es que la cantidad de dinero que mueven los ahorradores a través de las instituciones financieras es mucho mayor que la que mueven los comerciantes; la segunda es que la demanda de divisas procedente de los comerciantes, regida por contratos con clientes y proveedores, es más estable que la que proviene de instituciones financieras que revisan sus posiciones varias veces al día.

El Cuadro 8.1 nos da una idea de las magnitudes de las transacciones de unos y otros. Vemos que el volumen de transacciones, de dos billones y cuarto de dólares diarios, es enorme (casi el doble del PIB de un país como España); que el dólar y el euro son las divisas protagonistas, que el mercado está dominado por algunas grandes entidades financieras y, sobre todo, que

CUADRO 8.1. El mercado de divisas

	2004	2007
1. Volumen medio diario, miles de millones de dólares	1.850	2.250
2. Composición por divisas (% s/ total de transacciones):*		
Dólar	89	
Euro	37	
Yen	20	
Libra	17	
3. Principales agentes (% s/ volumen total):		
Deutsche Bank	17,7	
UBS	12,5	
Citi	7,5	
Diez mayores	73	
4. Naturaleza de las transacciones (% s/ volumen total):		
Interbancarias	53	
Entre bancos e intermediarios financieros no bancarios	33	
Entre bancos e instituciones no financieras	14	

* Las transacciones más frecuentes (el 27% del total) se hacen entre dólar y euro. Las cifras anteriores suman más de 100 porque basta con que una divisa esté en un lado de una transacción para incluirla.

FUENTE: Datos del Banco de Pagos Internacionales.

la mayor parte de las transacciones (las que corresponden a las dos primeras categorías del epígrafe 4 y algunas del 3) provienen de las decisiones de los inversores o de quienes administran su dinero. A grandes rasgos, puede decirse que el 90 por 100 del volumen diario de transacciones proviene de los inversores, y sólo el 10 por 100 de los comerciantes. Por consiguiente, el comportamiento a muy corto plazo de los tipos de cambio depende sobre todo de las decisiones de los inversores: tratemos de ver qué hacen en el caso más sencillo posible, para irlo complicando poco a poco.

El comportamiento del inversor

Supongamos que estamos pensando en depositar nuestros ahorros, o parte de ellos, en un banco por un período de tiempo fijo, de un año, por ejemplo; y que podemos elegir entre un banco de la zona euro y una entidad estadounidense. En el primer caso, nuestros ahorros estarán en un depósito en euros, en el segundo en un depósito en dólares. Supongamos, por último, que se trata de entidades solventes en ambos casos: no hay riesgo ninguno de que no recuperemos nuestro dinero. ¿En qué nos fijaremos para tomar nuestra decisión? Naturalmente, empezaremos por los tipos de interés sobre esos depósitos, y nos sentiremos más atraídos por el activo en dólares si el tipo de interés del depósito en euros es, por ejemplo, del 3 por 100, y el del depósito en dólares, del 5 por 100.

Pero eso no es todo: para que nuestro cálculo sea correcto hemos de comparar el rendimiento de uno y otro activo en la misma moneda. Para invertir en dólares hemos empezado por cambiar nuestros euros en dólares al tipo de cambio de hoy y, al final del período, los volveremos a cambiar por euros, al tipo de cambio vigente en aquel momento; es decir, dentro de un año. Si esperamos que el tipo de cambio no varíe, que un dólar valga lo mismo que hoy dentro de un año, bastará comparar los tipos de interés para decidir. Pero supongamos que, por alguna razón, esperamos que el dólar se aprecie durante los próximos doce meses frente al euro; para ser más precisos, esperemos que se aprecie en un 2 por 100. En este caso, si invertimos en euros ganaremos un 5 por 100, como antes; pero si invertimos en dólares también ganaremos un 5 por 100. El depósito en dólares nos dará un 3 por 100, pero a ese 3 por 100 habrá que añadirle un 2 por 100, porque los dólares que recibamos se habrán revalorizado, con respecto al euro, en un 2 por 100.³

3. Naturalmente, si la apreciación esperada del dólar es superior al 2 por 100 (la diferencia de los tipos de interés), entonces el activo en dólares será más atractivo que el activo en euros.

Es difícil exagerar la importancia de este resultado. Éste nos dice que, *para tomar sus decisiones, los inversores han de tener en cuenta, necesariamente, dos factores: los tipos de interés de los activos y los tipos de cambio al inicio y al final del periodo de inversión* (un año en nuestro ejemplo). Pero el tipo de cambio del final del periodo es una incógnita en el momento de tomar la decisión: *el cálculo debe basarse en el tipo de cambio esperado dentro de un año, es decir, en las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio.*⁴

Esta sencilla observación nos explica por qué es, en el fondo, imposible prever lo que ocurrirá en el mercado de divisas: acabamos de ver que eso depende, no sólo de lo que ocurra hoy, no sólo de fenómenos que todos podemos ver, sino de lo que los agentes esperen que vaya a ocurrir en el futuro. Y, ¿cómo saber lo que pasa por la cabeza de los demás?⁵ Es difícil, en estas circunstancias, no estar de acuerdo con la conocida observación de Chesterton: «cuando algo ha pasado por el cerebro humano, está irremediablemente perdido para la ciencia». Sin embargo, la situación no es ni mucho menos desesperada, porque nos permite, si no hacer previsiones, sí al menos ir contestando algunas de las preguntas más frecuentes sobre el tipo de cambio. Veamos algunos ejemplos.

La política del tipo de cambio

Cuando varía el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra, no tardan en oírse voces que exigen una actuación u otra por parte de las autoridades. Estas peticiones son, naturalmente,

4. Los manuales la llaman *condición de la paridad no cubierta de los tipos de interés*: el mercado de divisas estará en equilibrio cuando la diferencia entre los tipos de interés aquí y allá sea igual a la apreciación o depreciación esperada del tipo de cambio.

5. La necesidad de tener en cuenta las expectativas de la gente sobre el mañana para saber qué es lo que harán hoy está presente en el análisis de casi todas las decisiones importantes, y en especial de las decisiones de inversión, e introduce en cualquiera de las llamadas ciencias sociales un grado de dificultad desconocido en las ciencias de la Naturaleza.

interesadas: una moneda débil beneficia a los exportadores, una moneda fuerte a los importadores y, en particular, a los consumidores. Así, cuando el euro se depreciaba frente al dólar, en los primeros años de su existencia, el público exigía una intervención que mantuviera la paridad inicial, y cuando el dólar empezó a depreciarse frente al euro, a partir de 2005, el público empezó a quejarse de la pérdida de competitividad que estaban sufriendo las exportaciones de la zona euro. Pero prescindamos de las razones para querer influir sobre el tipo de cambio, y preguntémosnos cómo puede materializarse esa intervención. ¿Qué pueden hacer las autoridades, por ejemplo, para evitar que el euro se deprecie frente al dólar?

El apartado anterior nos da la respuesta: *para producir una apreciación de la moneda, el Banco Central Europeo puede elevar el tipo de interés*. A un mayor tipo de interés, los activos en euros serán más atractivos que antes; los inversores venderán activos en dólares para comprar activos en euros, la demanda de euros aumentará con respecto a la de dólares, y el euro se apreciará. Pero ahora ya sabemos lo bastante como para comprender que esta acción sobre el tipo de cambio tendrá consecuencias. En primer lugar, la apreciación del euro tenderá a empeorar la posición de la balanza corriente, porque aumentarán las importaciones y se reducirán las exportaciones. Y a la inversa: si las quejas de los exportadores son más ruidosas, de modo que se decide favorecer una depreciación del euro, se decidirá reducir el tipo de interés. Los recursos irán del euro al dólar, la demanda de dólares aumentará, y con ella su precio: el euro se depreciará. Ello provocará un aumento de las exportaciones de la zona euro, una caída de las importaciones, y una mejora del saldo de la balanza corriente.

En segundo lugar, ya vimos al tratar de la política económica cómo los movimientos del tipo de interés influían sobre la coyuntura interna. Así, un aumento del tipo de interés producirá una apreciación de la moneda y un empeoramiento de la balanza corriente, pero tenderá también a reducir la demanda agregada, a

disminuir el crecimiento y aumentar el desempleo, mientras que una reducción del tipo de interés producirá una depreciación de la moneda, una mejora de la balanza corriente y un aumento del PIB y del empleo.

Con la introducción del tipo de cambio y de la balanza de pagos ya tenemos el cuadro completo en el que se toman las decisiones de política económica. *Las autoridades tratarán de mantener la economía lo más cerca posible del pleno empleo con una inflación moderada (lo que se llama estabilidad interna) a la vez que procurarán mantener la balanza básica más o menos equilibrada (lo que se llama estabilidad externa)*. Los dos objetivos no siempre son compatibles entre sí: en septiembre de 1992 y en el Reino Unido, por ejemplo, mantener el tipo de cambio de la libra esterlina hubiera exigido unos aumentos del tipo de interés que hubieran agravado la recesión en la que estaba entrando la economía británica: las autoridades dieron preferencia a la estabilidad interna y decidieron abandonar el Sistema Monetario Europeo. Las autoridades españolas, por su parte, se inclinaron por la permanencia en el sistema, y el resultado fue la recesión de 1993. Ambos países estaban en circunstancias políticas muy diferentes, y mantenían posiciones distintas con respecto al proyecto europeo, lo que se vio reflejado en sus respectivas políticas económicas.

Tipo de cambio, inflación y política monetaria

Otra pregunta es cómo influye la inflación en el tipo de cambio. Supongamos que, por alguna razón —quizá por los efectos de un aumento inesperado de los costes, o por reivindicaciones extraordinarias de los trabajadores, o por un crecimiento de la demanda debido a un incremento del gasto público—, esperamos que la inflación en Estados Unidos vaya a acelerarse y a superar la de la zona euro: ¿qué esperamos que haga el dólar? La respuesta intuitiva es que esperamos que se deprecie. La respuesta es correcta, pero ¿por qué? Una vez más la intuición nos ayuda: si los

precios suben más deprisa en EE.UU. que en la zona euro, ello significa que el poder de compra del dólar disminuye más deprisa que el del euro. En términos de bienes y servicios, el rendimiento de la inversión en dólares es menor que antes de acelerarse la inflación y, por consiguiente, la demanda de dólares por parte de los inversores será también menor. A esta menor demanda se le añadirá una menor demanda por parte de los comerciantes, porque los productos de EE.UU. serán ahora más caros que antes. Como resultado de ambas fuerzas, el dólar se depreciará: *así pues, un aumento de la inflación comporta una depreciación de la moneda*.

Esto supone, naturalmente, que el tipo de cambio es flexible. En un régimen de tipo de cambio fijo, como éste no puede absorber el efecto de la mayor inflación, el aumento de los precios estadounidenses se traduce en un aumento de las importaciones y una caída de las exportaciones —lo que los comerciantes llaman «pérdida de competitividad»— y, por consiguiente, en un empeoramiento de la balanza corriente. Éste acaba por traducirse en una salida constante de reservas, y las autoridades norteamericanas se ven enfrentadas a un dilema: o reducen la inflación por debajo del nivel anterior, o devalúan el dólar. Esta secuencia de acontecimientos resulta familiar a todo aquel que haya seguido la evolución de algunas economías occidentales, como la española, durante la década de los sesenta, o de economías como la turca o la china algo más tarde. Como el control de la inflación es muy difícil, porque exigiría un enfriamiento muy brusco de la economía, las autoridades prefieren renunciar a su compromiso cambiario: éste es uno de los modelos de crisis cambiarias que veremos en el capítulo siguiente.

Volvamos al tipo de cambio flexible. Hemos concluido que un aumento de la inflación conlleva una depreciación de la moneda. Supongamos, sin embargo, que estamos convencidos de la firme voluntad del Banco Central de mantener la inflación bajo control: ¿qué esperamos entonces del tipo de cambio? La respuesta ya no es la misma que antes: en efecto, esperamos que, al ver que la inflación aumenta, las autoridades monetarias

incrementen el tipo de interés por encima de su nivel anterior. Es más, si las autoridades se toman en serio su responsabilidad, elevarán el tipo de interés hasta un punto en que, incluso tomando en cuenta la mayor inflación, los activos en dólares tengan un rendimiento superior al que experimenten antes de aumentar la inflación.⁶ Por consiguiente, la expectativa de una mayor inflación puede no traducirse en una depreciación de la moneda si existe el convencimiento de que las autoridades no permitirán que ese aumento de la inflación sea permanente. De este ejemplo sacamos otra lección interesante, que nos será útil en el análisis de las crisis cambiarias: *en general, no podemos prever cómo influye una variable sobre el tipo de cambio sin tener en cuenta la actuación de las autoridades.*

Influencia del riesgo

El comportamiento del inversor descrito más arriba parte del supuesto de que, al comparar las alternativas de inversión, los inversores sólo toman en consideración los rendimientos esperados, es decir, los tipos de interés, y que éstos son perfectamente conocidos. En la práctica, sabemos que no basta con conocer los tipos de interés, porque el ahorrador elige entre muchos activos, que difieren entre sí también por otras características: el riesgo y la liquidez son las más importantes. Los ejemplos que siguen muestran cómo intervienen esos dos factores.

El primer ejemplo se refiere a la influencia del riesgo. En el otoño de 1998, cuando la crisis cambiaria se extendía de Rusia a América del Sur, el rendimiento de la deuda brasileña era muy

6. Por ejemplo, si la inflación ha aumentado dos puntos, el tipo de interés aumentará algo más de dos puntos: este aumento del tipo de interés compensa con creces el aumento de la inflación. Técnicamente, esto se expresa diciendo que, para reducir la inflación, el tipo de interés *real* debe aumentar.

superior al de los bonos del Tesoro norteamericano, *incluso cuando la deuda brasileña estaba denominada en dólares*, de modo que no existía riesgo de cambio. El diferencial de rendimientos se debía a la presencia de riesgo de impago: esto es, los ahorradores pensaban que era posible que, en el momento del vencimiento, las autoridades brasileñas no hicieran honor a su deuda, como habían hecho las autoridades rusas, y exigían un rendimiento superior para compensar esa eventualidad de impago. A este diferencial se le denomina *prima de riesgo*. En los momentos de inquietud en el mercado, la prima de riesgo aumenta, de modo que un aumento del tipo de interés del activo bajo sospecha puede no ser suficiente para atraer a los inversores: esto es justamente lo que ocurrió en Brasil.

Un caso particular de la influencia del riesgo es el de los activos-refugio. Desde el final de la Segunda Guerra Mundial, los periodos de mayor turbulencia política suelen coincidir con una apreciación relativa del dólar: la razón es probablemente que, en esas circunstancias, los ahorradores prefieren sacrificar rendimientos mayores en aras de la mayor seguridad que puede dar la tenencia de activos sobre la economía más sólida y la potencia militar más fuerte. El dólar ha sustituido al oro como activo-refugio, y el oro sólo vuelve a parecer atractivo cuando las expectativas son muy malas.

Por último, de la misma manera que los activos difieren entre sí por el grado de riesgo, también difieren por su liquidez: así, si un activo tiene un mercado muy estrecho, es imposible comprarlo o venderlo en grandes cantidades sin afectar a su precio, y, por consiguiente, el ahorrador puede verse imposibilitado para disponer de él en un momento de apuro. Por ello, los activos menos líquidos —monedas de países pequeños o acciones de empresas que sólo rara vez cotizan— suelen necesitar una *prima de liquidez*, añadida al tipo de interés de mercado, análoga a la prima de riesgo anterior.

Crecimiento y tipo de cambio

Supongamos que se espera que la economía de EE.UU. crezca más deprisa que la de la zona euro, como sucedió entre 1999 y 2005: ¿qué esperaremos que ocurra con el dólar frente al euro? La respuesta intuitiva será: el dólar se apreciará. Una vez más, la intuición nos da la respuesta correcta, pero ¿cuál es el razonamiento? Después de todo, hemos visto que, si la economía está próxima a su potencial, un mayor crecimiento aumenta el riesgo de inflación y que, en general, la expectativa de una mayor inflación influye negativamente en la cotización de la moneda. ¿Por qué esperamos entonces una apreciación?

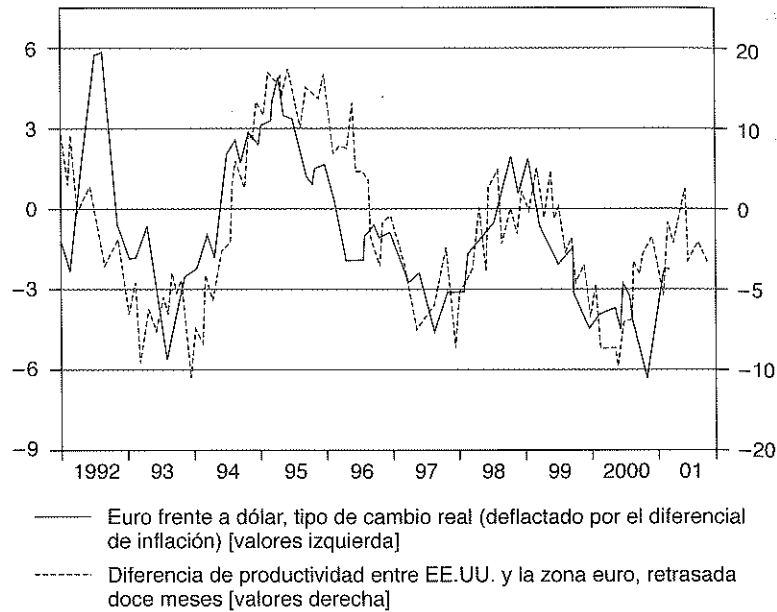
La respuesta está en que nuestro razonamiento se basaba en un supuesto muy especial: que el activo que considerábamos —un depósito bancario—, tenía un rendimiento fijo. En la práctica, sin embargo, el inversor puede invertir en activos de renta variable —acciones— y, cuando tenemos en cuenta esa posibilidad, el misterio desaparece, porque un mayor crecimiento suele significar mayores beneficios, que suelen reflejarse en mayores dividendos y en una subida de los índices bursátiles. La expectativa de esos mayores rendimientos hace más atractivos los activos en dólares, y el dólar tiende a apreciarse. Así, *un diferencial de crecimiento positivo estará a menudo acompañado por una tendencia a la apreciación de la moneda*. Esto es justamente lo que ocurrió a partir de 1999, cuando *la burbuja de las puntocom* atrajo grandes cantidades de capital europeo a Estados Unidos: el ahorro europeo se invertía en activos estadounidenses, no en depósitos bancarios con un rendimiento fijo, sino en acciones con expectativas de altos dividendos.⁷

7. Los datos indican, por ejemplo, que en el año 2000 la compra de acciones de empresas cotizadas en EE.UU. por parte de inversores europeos alcanzó la cifra de 266 mM de euros. Véase J. Fels y K. Kimbrough, en *Morgan Stanley Dean Witter Research*, marzo de 2001.

Productividad y tipo de cambio

A veces se ha querido explicar la evolución del tipo de cambio del euro por el mayor crecimiento de la productividad en EE.UU., que suele atribuirse o bien a una mayor inversión —especialmente en nuevas tecnologías— o bien a una mayor flexibilidad de sus mercados de factores —especialmente el laboral— y de productos. Por ello vale la pena preguntarse qué relación puede uno esperar entre la evolución de la productividad y el tipo de cambio. Hagamos como de costumbre y formulemos la pregunta: si la productividad en EE.UU. aumenta más que en Europa, ¿qué esperaremos que haga el dólar? La respuesta intuitiva es: se apreciará. Veamos por qué.

Imaginemos el caso más sencillo posible: en la zona euro y en EE.UU. se produce el mismo producto, el mismo PIB. En ambos casos, los empresarios fijan el precio de ese producto —es decir, el nivel de precios— añadiendo un margen al coste unitario del trabajo. Supongamos ahora que en EE.UU. se produce un aumento de la productividad, como resultado de la adopción de una innovación técnica o de una mejor organización del trabajo, mientras que en la zona euro las cosas siguen igual. Supongamos, además, que el aumento de la productividad no se traduce en un aumento de salarios, de tal modo que disminuyen los costes laborales por unidad de PIB. Al reducirse los costes, los empresarios estadounidenses pueden reducir los precios, y el dólar tenderá a apreciarse frente al euro, ya que su poder adquisitivo habrá aumentado. Si el tipo de cambio no se ajustase por sí solo, los comerciantes harían sus compras en EE.UU. para revender los bienes en la zona euro, lo que terminaría por llevar a una apreciación del dólar. Ésta no es una descripción muy realista de lo que ocurre cuando surge un diferencial de productividad, ya que éste no se presenta en todos los productos por igual y los mercados tampoco son idénticos entre sí, pero sí proporciona un criterio para decidir en qué dirección actúa la productividad sobre el tipo de cambio: *un mayor crecimiento de la productividad en un país tende-*



FUENTE: *The Economist*.

FIGURA 8.2. Productividad y tipo de cambio (variación interanual, %).

rá a provocar una apreciación de su moneda. Así vemos cómo la Figura 8.2 sugiere que, en estos últimos años, las diferencias de productividad pueden haber desempeñado un papel significativo en la evolución del tipo de cambio euro-dólar.

¿Cuál es el tipo de cambio correcto?

En la escena internacional, es frecuente oír a un país acusar a otro de manipular su moneda para mantenerla en un valor artificialmente bajo. Por lo general, el acusador mantiene un déficit de cuenta corriente con el acusado, y acusa a éste de competencia desleal. Un tipo de cambio artificialmente alto —una moneda artificialmente baja—, reza el acta de acusación, hace que las exportaciones del acusado resulten más baratas de lo que deberían ser, y

conquista mercados que deberían pertenecer al acusador, robándole así puestos de trabajo. Como esta acusación, de prosperar, puede dar lugar a sanciones comerciales, como la imposición de aranceles compensatorios, saber cuál debería ser el tipo de cambio natural, justo o correcto de una moneda no deja de tener interés.⁸ Por desgracia, la pregunta no tiene una única respuesta.

¿Cómo saber, por ejemplo, si el tipo de cambio del yuan, la moneda de la República Popular China, está en el nivel correcto? Nuestra intuición nos dice que, si un país presenta un gran superávit en su balanza corriente frente al resto del mundo, eso puede ser una indicación de que su moneda está por debajo del valor que le correspondería. En el caso de China, sin embargo, ese gran superávit no existe: China es excedentaria frente a algunos países —en particular, claro está, frente a EE.UU.— a los que exporta gran cantidad de manufacturas y de los que no importa gran cosa; pero no lo es frente a otros, como Alemania, de la que importa grandes cantidades de maquinaria; y es netamente deficitaria frente a los países productores de petróleo.

Es más, en un mundo con libertad de movimientos de capital, el signo de la balanza básica no dice gran cosa sobre el tipo de cambio de hoy y lo que sabemos del comportamiento del inversor nos dice por qué: las entradas y salidas de divisas provienen fundamentalmente de los inversores, y éstos atienden, no sólo al tipo de cambio de hoy, sino al que esperan en el futuro. En el caso de China, por ejemplo, las grandes entradas de divisas que han llevado a un volumen de reservas superior al billón de dólares no vienen tanto por la cuenta corriente —los comerciantes— como por la cuenta financiera —los inversores—, y éstos han sido atraídos por la expectativa de ganancias en mer-

8. En el momento actual, el acusador es EE.UU., y el principal acusado, China; pero Japón ha sido objeto de quejas parecidas, también por parte de EE.UU., en años anteriores. Hay que distinguir estas quejas de las que tienen algunos países emergentes exportadores de productos agrícolas, que acusan a los países desarrollados de impedirles la entrada en los mercados mundiales mediante subsidios a sus propias exportaciones.

cados como el inmobiliario en las grandes ciudades chinas. Ya se ve, pues, que el crecimiento de las reservas no nos da ninguna indicación fiable de una subvaluación de la moneda china. En definitiva, la búsqueda de un tipo de cambio correcto en un entorno que puede transformarse muy rápidamente es un ejercicio inútil, aunque pueda emplearse como herramienta en una negociación comercial.

Notas de lectura

El contenido de este capítulo reproduce, en forma más accesible, el de cualquier manual de macroeconomía o de economía internacional. En la obra de P. Krugman y M. Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 2006, el lector encontrará una exposición sistemática —aunque considerablemente más larga— de la materia. La relación entre productividad y tipo de cambio se encuentra bien expuesta en G. Corsetti, «Productivity and the Euro-dollar Exchange Rate», *Dallas FED*, mayo de 2004. La subvaluación del yuan se discute periódicamente en *The Economist*: véase, por ejemplo, una excelente discusión en «Precisely Wrong», 23 de junio de 2005.

Capítulo 9

CRISIS Y BURBUJAS*

Es una verdad evidente que, en el momento en que cualquier asunto ha pasado por la mente humana, queda definitivamente y para siempre perdido para cualquier objetivo de la ciencia ... Incluso lo que llamamos nuestros deseos materiales son espirituales, porque son humanos. La ciencia puede analizar una chuleta de cerdo, pero es incapaz de analizar el deseo de un hombre cualquiera hacia una chuleta de cerdo, y decir cuánto hay en ese deseo de capricho nervioso, cuánto de costumbre, cuánto de amor obsesivo por lo bello.

G. K. CHESTERTON, *Heretics*, 1905

Introducción

Al hablar de la marcha de la economía a corto plazo, partimos del supuesto de que las fluctuaciones cíclicas son inseparables del normal funcionamiento de una economía de mercado. Del mismo modo, al hablar de una economía abierta en la que los capitales se mueven más o menos libremente, no es posible ignorar la aparición periódica de burbujas especulativas, de crisis cambiarias y, en general, de episodios de inestabilidad financiera.

* Este capítulo se basa en un trabajo anterior, «Burbujas especulativas y crisis cambiarias», publicado por el Centre de Recerca en Economia Internacional de la Universitat Pompeu Fabra en 1999.