

---

# Economía financiera internacional

---

PID\_00258762

Joan Tugores Ques

---

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 6 horas

---



**Joan Tugores Ques**

Nacido en Palma de Mallorca en el año 1953, es licenciado en Derecho y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Catedrático de Teoría Económica de la Universidad de Barcelona desde el año 1986 y ha sido decano de la Facultad de Económicas, y rector de la UB. Especialista en economía internacional, es autor de diversos libros y artículos sobre estas materias.

Cuarta edición: febrero 2019

© Joan Tugores Ques

Todos los derechos reservados

© de esta edición, FUOC, 2019

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Diseño: Manel Andreu

Realización editorial: Oberta UOC Publishing, SL

Depósito legal: B-2.829-2019

*Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea éste eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares del copyright.*

# Índice

<b>Introducción</b> .....	5
<b>Objetivos</b> .....	7
<b>1. Los tipos de cambio</b> .....	9
<b>2. La paridad del poder adquisitivo</b> .....	12
2.1. La versión inicial de la PPP .....	12
2.2. La versión relativa de la PPP .....	14
2.3. Tipos de cambio reales .....	15
2.4. Tipos de cambio reales en el MIP .....	17
<b>3. Mercados de divisas: factores comerciales y financieros</b> .....	19
3.1. Factores comerciales .....	19
3.2. Factores financieros .....	22
<b>4. Sistemas de paridades</b> .....	24
4.1. Sistemas cambiarios: flotación frente a fijación .....	24
4.2. Algunas experiencias históricas .....	28
<b>5. Mecanismos de transmisión internacional</b> .....	30
5.1. Mecanismo vía renta o comercio .....	30
5.2. Interdependencias vía GVC .....	31
5.3. Interconexiones financieras .....	32
5.3.1. Vínculos entre tipos de interés .....	32
5.3.2. Otras conexiones financieras .....	33
5.4. El papel del tipo de cambio .....	33
5.4.1. Empobrecer al vecino? .....	34
5.4.2. Tipos de cambio y precios .....	34
5.4.3. Impacto de las devaluaciones sobre la competitividad .....	35
5.5. Otros mecanismos .....	36
<b>6. El sistema financiero internacional: aspecto básicos</b> .....	38
<b>7. Capacidad y necesidad de financiación</b> .....	41
7.1. Agregados macroeconómicos y capacidad/necesidad de financiación de los países .....	43
<b>8. Desequilibrios externos globales</b> .....	45
8.1. Desequilibrios externos: economía y política .....	45

8.2. Explicaciones de los desequilibrios externos .....	47
<b>9. Crisis financieras internacionales.....</b>	<b>51</b>
9.1. ¿Qué pasa con el crédito? .....	53
9.2. ¿Qué pasa con el endeudamiento? .....	54
9.3. ¿Siguen los problemas de endeudamiento? .....	55
<b>10. Interdependencias y coordinación: algunas lecciones de la historia: del G3 al G20.....</b>	<b>57</b>
10.1. Coordinación internacional: sus limitaciones .....	59
<b>Resumen.....</b>	<b>63</b>
<b>Actividades.....</b>	<b>65</b>
<b>Ejercicios de autoevaluación.....</b>	<b>65</b>
<b>Solucionario.....</b>	<b>68</b>
<b>Glosario.....</b>	<b>69</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>71</b>

## Introducción

En la economía internacional coexisten diversas monedas nacionales con el apoyo de las respectivas autoridades económicas nacionales. De hecho, la pluralidad de monedas implicadas es uno de los rasgos que caracteriza una **transacción** como **internacional**. Este hecho hace necesario:

- a) unos **precios relativos**, para convertir unas monedas en otras;
- b) unos **mercados** en los cuales se produzcan estos intercambios;
- c) unas "**reglas del juego**" para que el comportamiento de los agentes que operan en el comercio y las finanzas internacionales, y en especial el de las diferentes autoridades nacionales, respeten unos criterios que tiendan a asegurar alguna coherencia.

Las respuestas a estas necesidades también son diferentes y se corresponden con los instrumentos básicos de la economía financiera internacional:

- a) los **tipos de cambio**,
- b) los **mercados de divisas**,
- c) los sistemas monetarios y financieros internacionales, incluidas las reglas para estabilizar o no los tipos de cambio, es decir, los **sistemas de paridades**.

El tipo de cambio no es sólo el precio de una moneda en términos de otra. Las variaciones en el tipo de cambio afectan a los precios (relativos) de los bienes y servicios producidos en un país, con respecto a los producidos en otros países. Además, afectan a los precios de todos los activos (derechos) y pasivos (deudas) denominadas en una moneda, con respecto a los denominados en otra.

Los tipos de cambio constituyen una de las vías de interdependencia entre unas economías y otras, ya que lo que sucede en un país afecta a otros y se transmite mediante las variaciones en los tipos de cambio. Hay varios e importantes "mecanismos de transmisión" internacionales que dan lugar a diferentes problemas, y que periódicamente conducen a recomendaciones de cooperación o coordinación internacionales de las políticas económicas.

Una de las características más destacadas de la globalización financiera es el papel creciente del sistema financiero internacional. Esto deriva de que la tarea fundamental de un sistema financiero –captar el ahorro y canalizarlo de forma eficiente hacia las inversiones– ha visto aumentar su dimensión internacional, con flujos financieros que atraviesan con facilidad las fronteras nacionales.

### Los tipos de cambio

Los tipos de cambio y sus variaciones tienen, pues, una trascendencia primordial en las economías actuales.

Esto tiene aspectos positivos, como por ejemplo acceder a financiación exterior los países que lo necesitan, pero también genera fragilidades y riesgos. Los desequilibrios externos y las crisis financieras –con el gran impacto de la que estalló en 2008–, han sido las manifestaciones más recientes de ello.

Este tipo de relaciones son las que veremos en este módulo. Así, el apartado 1, “Los tipos de cambio”, define este instrumento de la economía internacional. El apartado 2, “La paridad del poder adquisitivo”, describe la teoría de la paridad del poder adquisitivo y sus implicaciones. El apartado 3, “Mercados de divisas: factores comerciales y financieros”, analiza el funcionamiento de un mercado de divisas, primero con énfasis en los aspectos de financiar transacciones comerciales y después sobre el papel de las operaciones financieras dominantes a corto plazo. El apartado 4, “Sistemas de paridades”, resume la discusión sobre las ventajas relativas de la flexibilidad (flotación o fluctuación) de los tipos de cambio frente a la fijación. El apartado 5, “Mecanismos de transmisión internacional”, resume algunos de los mecanismos de transmisión más importantes que conectan a las diferentes economías y hacen que lo que sucede en un lugar afecte a otros lugares, generando interdependencias en la economía mundial. El apartado 6, “El sistema financiero internacional: aspectos básicos”, presenta algunos aspectos básicos del sistema financiero internacional, especialmente centrado en la canalización del ahorro hacia la inversión. El apartado 7 concreta los importantes conceptos de capacidad y necesidad de financiación, centrales en el análisis de la posición financiera internacional de los países. El apartado 8, “Desequilibrios externos”, se centra en los aumentos de los superávits de unos países y de los déficits exteriores de otros en los años previos a la crisis (que no se han recuperado del todo) con impactos financieros pero también con lecturas geopolíticas.

El apartado 9 presenta algunos de los factores que llevaron a la crisis de 2008, como un endeudamiento excesivo y una expansión crediticia más allá de lo que era razonable, que estarían también pendientes de ser corregidos. Finalmente, el apartado 10, “Interdependencias y coordinación: algunas lecciones de la historia”, presenta algunos aspectos de la evolución de las últimas décadas con lecciones e implicaciones importantes para entender el funcionamiento de la economía internacional.

## Objetivos

1. Comprender el papel de los tipos de cambio y los aspectos fundamentales de su determinación.
2. Examinar el papel de los factores comerciales y financieros en la determinación de los tipos de cambio.
3. Repasar los argumentos del debate sobre las ventajas e inconvenientes de los tipos de cambio fijos con respecto a los fluctuantes.
4. Examinar los principales mecanismos de transmisión mediante los cuales se producen las principales interdependencias entre países.
5. Examinar el papel de los tipos de cambio en lo que concierne a su impacto sobre la competitividad.
6. Revisar los rasgos fundamentales del sistema financiero internacional.
7. Introducir los conceptos de capacidad y necesidad de financiación y comentar su papel para el análisis de la posición financiera internacional de los países.
8. Entender las causas de la ampliación de los desequilibrios externos y sus conexiones en el camino hacia la crisis financiera de finales de la primera década del siglo XXI y los escenarios postcrisis.
9. Entender algunos de los factores que contribuyeron a la crisis financiera de 2008, especialmente la evolución del endeudamiento y de la expansión del crédito, y discutir en qué medida se han corregido.
10. Repasar la experiencia histórica de la macroeconomía internacional de las últimas décadas, destacando la actuación de los mecanismos de transmisión y los periódicos intentos de articular fórmulas de coordinación y/o cooperación entre países.





## 1. Los tipos de cambio

Cuando una empresa norteamericana vende una máquina a una compañía española suele requerir el pago en dólares de Estados Unidos, ya que es esta moneda la que necesita para pagar sus salarios, impuestos, etc., mientras que el comprador suele operar en euros. Para que pueda cerrarse la transacción hay que transformar de alguna manera euros en dólares. La existencia de un **mercado de divisas** facilita estas operaciones.

En este mercado, el precio es el número de euros que hacen falta para obtener cada dólar, el *tipo de cambio*, expresado en euros por dólar, euro/dólar. En general, unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera.

Una **depreciación** de la moneda nacional se traduce en un aumento de la cantidad de esta moneda que hace falta para adquirir una unidad de moneda extranjera.

Por ejemplo, el euro se deprecia al pasar el tipo de cambio (denominado habitualmente con la letra *e* de exchange rate) de 0,8 euros/dólar a 1,25 euros/dólar. No debería que generar confusión el hecho de que a veces se diga que el tipo de cambio aumenta para referirse al hecho de que numéricamente 1,25 es mayor que 0,8. En todo caso, esta posible confusión no se da si se expresa el tipo de cambio en términos de dólares por euro, ya que los mismos datos implican que el tipo de cambio pasa de 1,25 dólares/euro (la inversa de 0,8 euros/dólar) a 0,8 dólares por euro (la inversa de 1,25 euros/dólar).

Una **apreciación** del euro se expresaría con un menor coste en euros de cada dólar. Pasar, por ejemplo, de 1 euro por dólar a 0,75 euros por dólar, o de manera equivalente, a un precio más elevado en dólares de cada euro, ya que  $1/0,75 = 1,333$  dólares por euro es mayor que 1 dólar por euro.

Los tipos de cambio más habituales mencionados son los llamados **tipos de cambio bilaterales**, que implican dos monedas. Pero a veces es interesante tener una visión de conjunto sobre si una moneda, por ejemplo el euro, se está apreciando o depreciando, no tan solo respecto al dólar o la libra esterlina, sino en conjunto respecto a un abanico de monedas, por ejemplo las de los países industrializados o las de los principales socios/rivales comerciales, etc. Esto es importante para evaluar si los productos de un país o área se están haciendo, en conjunto, más caros o más baratos que los de otros lugares del mundo. Para resolver esta cuestión se usan los **tipos de cambio efectivos** – TCE, EER, *effective exchange rates*, en siglas inglesas– y sus variaciones.

### Definir el tipo de cambio

El tipo de cambio es, pues, el precio de una divisa en términos de otra. A menudo se hacen referencias a “unidades de moneda extranjera a cambio de una unidad de moneda nacional” o “unidades de moneda nacional a cambio de una unidad de moneda extranjera”. En términos más asépticos, en los mercados de divisas se habla del tipo de cambio como el número de unidades de una moneda que hace el papel de *price currency* (PC) a cambio de una unidad de otra que hace el papel de *base currency* (BC). Si se habla de X dólares por euro, el dólar hace el papel de PC y el euro el de BC. Típicamente, cuando se expresa el tipo de cambio en formato dólares por euro, USD/EUR, la primera moneda es la PC y la segunda la BC.

Las variaciones de los tipos de cambio efectivos son simplemente la media ponderada de la variación de los tipos de cambio bilaterales entre la moneda de que se trate –el euro en nuestro ejemplo– y cada una de las monedas del abanico con las que se haga la comparativa. El principal problema es calcular las ponderaciones adecuadas: parece claro que el tipo de cambio euro-dólar tendría que tener más peso que el tipo de cambio euro-bath tailandés en el cálculo de un tipo de cambio efectivo del euro. Para determinar las ponderaciones se usa habitualmente una metodología que pondera tanto las relaciones comerciales directas entre los países de las monedas implicadas como la llamada “competencia en terceros países”. Esto quiere decir que, en un caso límite, países que producen mercancías muy similares que compiten con fuerza en mercados exteriores, quizás entre ellos directamente no comercian mucho, pero las variaciones en su tipo de cambio bilateral sí que hacen ganar o perder competitividad.

Para cada moneda se pueden definir varios tipos de cambio efectivos en función de los abanicos de países con los que se haga la comparación. El Banco Central Europeo calcula el TCE-EER del euro en varios formatos, que van del EER-12 al EER-42, en función del número de países/monedas introducidos en la comparación.

El cuadro 1 muestra las ponderaciones frente a las monedas más significativas que usa el BCE para calcular el tipo de cambio efectivo del euro (versión EER-38). Se observa que la moneda china ha ido ganando peso, superando los últimos años el dólar y la libra esterlina.

La figura 1 muestra la evolución de los tres tipos de cambios bilaterales más importantes del euro, frente a las monedas de China, los Estados Unidos y el Reino Unido. Están expresados en unidades de moneda extranjera por euro, de forma que un ascenso de la línea implica una apreciación del euro y la correlativa depreciación de la moneda afectada. También se muestra el Tipo de Cambio Efectivo, TCE-38, del euro.

Cuadro 1. Ponderaciones en la construcción del tipo de cambio efectivo del euro, EER-38

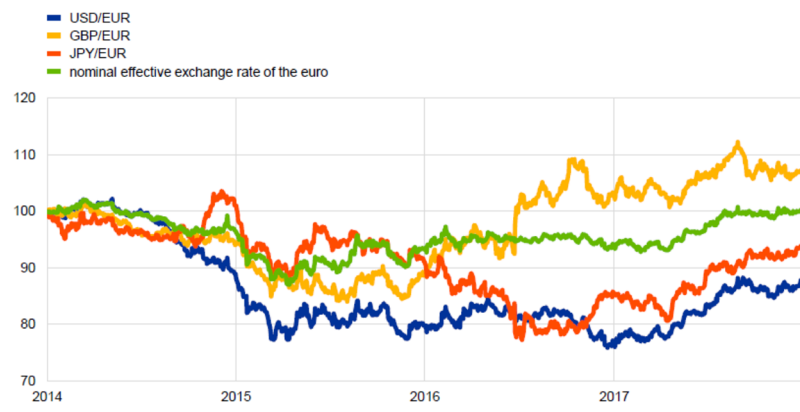
	<b>1995-1997</b>	<b>1998-2000</b>	<b>2001-2003</b>	<b>2004-2006</b>	<b>2007-2009</b>	<b>2010-2012</b>
China	4,4	5,3	7,6	11,2	14,8	17,7
USA	16,8	19,4	18,7	15,5	13,5	12,7
Reino Unido	18,4	17,7	16,6	14,3	12,0	10,3
Suiza	6,7	6,0	5,9	5,4	5,3	5,5
Japón	9,6	8,8	7,6	6,7	5,7	5,3

Fuente: Banco Central Europeo, *Economic Bulletin*, septiembre 2015

Figura 1. Tipo de cambio bilateral del euro frente al dólar, la libra y el yen, y tipo de cambio nominal efectivo del euro, 2014-2017

### The euro exchange rate

(daily data; 1 January 2014 = 100)



Fuente: Banco Central Europeo, Informe anual, 2018

Los determinantes de los tipos de cambio continúan siendo una cuestión controvertida. A los estudiantes noveles de económicas se les advierte desde el primer día de que resistan la tentación de contestar a la pregunta, "qué hará la semana que viene el dólar, o el yen, o el franco suizo", cuando sus familiares quieran contrastar lo que "ya sabe de economía". Rüdiger Dornbusch definió la evolución del dólar como un fenómeno "pendiente de explicación". Pero el mismo autor ha escrito que bajo la piel de cualquier economista especialista en economía internacional se esconde algún tipo de creencia o confianza en la idea básica del poder adquisitivo. Lo examinamos en la siguiente sección.



Rüdiger Dornbusch

### Los tipos de cambio como precios relativos

Hay que insistir en que los tipos de cambio se han convertido, en el mundo global, en unos **precios relativos** de primordial importancia, objeto de seguimiento no sólo en los ámbitos económicos y empresariales, sino también en los medios de comunicación (es la única información que tiene un espacio prácticamente fijo en todos los diarios e informativos televisivos del mundo) y políticos. Los tipos de cambio son los precios relativos entre:

- a) unas monedas y otros, pero también
- b) entre todos los bienes y servicios cuyo precio se expresa en una moneda y todos los que se expresan en otra divisa, afectando, pues, a la competitividad de millones de productos; y
- c) entre todos los activos y pasivos financieros expresados en una moneda con respecto a los expresados en otra, afectando al atractivo de las inversiones y al coste relativo de obtener financiación en una moneda u otra.

## 2. La paridad del poder adquisitivo

Cuando las monedas tenían un contenido metálico –principalmente en oro o en plata–, su valor se asociaba a este. Entonces, calcular el tipo de cambio era en principio sencillo: bastaba cuantificar el contenido de metal precioso en cada moneda y hacer una “regla de tres”. Por ejemplo, si una moneda contenía veinticinco onzas de oro y la otra solo cinco, la primera valía cinco veces más, y el “tipo de cambio” era de cinco unidades de la segunda moneda a cambio de una unidad de la primera.

Pero ya hace tiempo que las monedas perdieron la conexión entre su valor y el contenido en metales valiosos. La aparición de los billetes en papel hizo más obvia esta desconexión. Y aunque durante cierto tiempo los billetes emitidos por los bancos centrales daban –teóricamente– derecho a reclamar una cantidad de oro a la entidad emisora, cada vez con más frecuencia esta convertibilidad se fue eliminando. Los medios de pago circulan desde entonces por la confianza general y la garantía de los poderes públicos que servían como medio de pago aceptado de forma general.

Pero a escala internacional se abrió la pregunta de los tipos de cambio: si las monedas (o billetes) ya no valen por su referencia al contenido metálico, ¿por qué valen? Una respuesta desde principios del siglo XX fue la del economista nórdico Gustav Cassel: las monedas valen por su **poder adquisitivo**, es decir, por su capacidad para adquirir bienes y servicios.

### 2.1. La versión inicial de la PPP

Supongamos que una cesta de bienes típica (por ejemplo, el equivalente al consumo medio de una familia en una semana) tiene un precio en España de 1,25 euros, mientras que la misma cesta (supongamos de momento que los gustos y los hábitos de consumo familiar son homologables) tiene en Estados Unidos un precio de un dólar. Supongamos que, por alguna razón que por ahora no interesa, en el mercado de divisas pueden intercambiarse 1 euro por un dólar (y viceversa). Si en España disponemos de 5 euros, podemos adquirir cuatro cestas (cuatro semanas de consumo). Pero no es la mejor opción, sobre todo si los costes de transporte son nulos.

Efectivamente, en un mundo de libre comercio (e insistimos, costes de transporte insignificantes) también podríamos cambiar en el mercado de divisas los 5 euros por 5 dólares, y con estos dólares comprar en el mercado de Estados Unidos, es decir, *importar* 5 cestas. Un norteamericano que dispusiera de 5 dólares tendría las mismas opciones y también preferiría comprar productos norteamericanos que españoles.



Si en el mercado de divisas encontráramos –por cualquier circunstancia– un tipo de cambio de 2 euros por dólar, las cosas cambiarían: ahora con 5 euros el consumidor español podría adquirir las mismas 4 cestas en el Estado español (recordad que el precio de cada cesta es 1,25 euros), pero si tratara de importar, se encontraría que sus 5 euros "valdrían" sólo 2,5 dólares y le permitirían adquirir 2,5 cestas menos (suponemos que no hay problemas con cestas que no sean enteras) que comprando en España con euros. Por contra, el consumidor norteamericano que dispusiera de 5 dólares podría adquirir 5 cestas en Estados Unidos, pero tendría la mejor opción de transformar sus dólares en 10 euros y adquirir 8 cestas ( $10/1,25$ ) procedentes de España: se incentivarían ahora las **exportaciones españolas en Estados Unidos**.

En las dos situaciones, todos los consumidores, independientemente de su país y su moneda, tendrían un incentivo para adquirir los productos en uno de los países. Esta situación de "desequilibrio" no se produciría si el tipo de cambio fuera de 1,25 euros/dólar, ya que entonces a cada consumidor le sería indiferente dónde adquirir sus bienes (y en qué moneda pagarlos).

El coste de la misma cesta sería equiparable en cualquier país donde compráramos y fuera cual fuera la moneda con que pagáramos. Esta situación recibe el nombre de **paridad del poder adquisitivo** (*purchasing power parity*, PPP en siglas inglesas). Tiene un sentido de posición de equilibrio muy intuitivo. La determinación del tipo de cambio, de acuerdo con este principio, es la teoría de la PPP de los tipos de cambio.

Esta es la formulación inicial de la PPP, que pretende explicar el nivel de los tipos de cambio. Es conocida como la versión absoluta –en contraposición a la versión relativa que se comenta a continuación– de la PPP. Se trata de una formulación muy básica, realmente demasiado básica para resumir la complejidad de la determinación de los tipos de cambio y su contraste con los datos no produce resultados muy buenos.

### **PPP y el precio de las hamburguesas**

Una curiosa aplicación es el llamado índice Big Mac, que "deduce" cuáles serían los tipos de cambio si la famosa hamburguesa costara lo mismo en varios países: se calculan comparando los costes de adquirir una Big Mac –una mercancía bastante estándar, vendida en muchos lugares del mundo– en varios países, pagando en cada lugar con la moneda local. Y los resultados son comparados con los tipos de cambio observados en los mercados de divisas para ver qué monedas están sobrevaloradas y cuáles infravaloradas respecto a la PPP-Big Mac. Por ejemplo, si en un país cuesta cuarenta pesos y en otro cinco dólares, el tipo de cambio PPP-Big Mac sería de ocho pesos por dólar: a este tipo un consumidor podría comprar una hamburguesa en el país del dólar con cinco dólares, o cambiarlos por cuarenta pesos y adquirir la misma hamburguesa en el país del peso. Si en la práctica se observara que el tipo de cambio estaba en diez pesos por dólar, esto querría decir que el peso está infravalorado respecto a la PPP-Big Mac (se necesitan más pesos para comprar un dólar en el mundo real de lo que "dictaría" la paridad en el coste de adquirir la hamburguesa).

## 2.2. La versión relativa de la PPP

La versión relativa de la PPP se pregunta no tanto por el nivel de los tipos de cambio, sino por su evolución a lo largo del tiempo. Funciona mejor que la versión absoluta como referencia a los tipos de cambio a medio y largo plazo (no a corto plazo).

A partir de los razonamientos anteriores, observad qué relación se establecería entre la evolución de los precios en cada uno de los países y el tipo de cambio. El punto de partida es que una cesta de bienes cuesta en España 1,25 euros y en los Estados Unidos 1 dólar. Supongamos ahora que en el Estado español, el año siguiente, hay una inflación del 20 % que eleva el precio de la cesta a 1,5 euros, mientras que en los Estados Unidos no se experimentan cambios en los precios, es decir, hay inflación cero. Si el tipo de cambio se mantiene en el anterior PPP de 1,25 euros/dólar, es fácil comprobar que comprar productos españoles con euros se habrá hecho menos atractivo: con cinco euros solo se pueden comprar 3,3 ( $= 5/1,5$ ) cestas, mientras que si se transforman en cuatro dólares se pueden importar de los Estados Unidos cuatro cestas.

¿Qué ha pasado? Esencialmente, que el principio de la PPP requiere ahora que el tipo de cambio se adapte a la evolución de los precios, y, por lo tanto, el nuevo tipo de cambio que mantiene la PPP sería de 1,5 euros/dólar. En caso de que este proceso no tuviera lugar paralelamente (si el euro se mantiene en 1,25 euros por dólar), el euro quedaría sobrevalorado respecto a la PPP, con el mismo tipo de efectos que en el ejemplo inicial, cuando, con una PPP de 1,25 euros/dólar, se suponía que  $e = 1$  euro/dólar.

Esta sobrevaloración o *apreciación respecto de la PPP* se traduce en una merma de la competitividad de los productos del país.

Una implicación muy importante de esta formulación de la PPP es el papel que tienen los tipos de cambio como mecanismo para intentar recuperar la competitividad. Los países que tienen inflación más elevada, que encarece sus productos perjudicando su competitividad, pueden intentar recuperar competitividad por la vía de devaluaciones o depreciaciones del tipo de cambio. Esto ha tenido un papel muy relevante a lo largo de la historia: los tipos de cambio como mecanismos de recuperación de problemas de competitividad (derivados de problemas de inflación, como en este ejemplo, u otras causas).

### Devaluaciones y depreciaciones

Se habla de depreciaciones cuando una moneda pierde valor en los mercados de divisas por las fuerzas de la oferta y la demanda, mientras que las devaluaciones requieren algún tipo de reconocimiento oficial de que la moneda tiene que revisar a la baja su valor. Cuando se quieran destacar los efectos económicos de menos valor de una moneda, independientemente de las reglas del juego vigentes en cada país y momento respecto a la

fijación de paridades, se hablará indistintamente de devaluaciones o depreciaciones. Los apartados 3 y 4 amplían este tema.

### 2.3. Tipos de cambio reales

De la discusión sobre la PPP hemos visto que la competitividad de los productos de un país está relacionada con la evolución tanto del tipo de cambio como de los precios en los países que se comparan. De aquí proviene la distinción entre **tipos de cambio nominales**, los que se establecen en los mercados (por ejemplo, tantos euros por dólar), y los **tipos de cambio reales** (TCR, RER, *real exchange rates*, en la expresión inglesa), que son los nominales ajustados por la diferencia de precios.

Así, el tipo de cambio real entre el euro y el dólar de Estados Unidos viene dado por:

$$s = EP^*/P$$

Donde  $E$  es el tipo de cambio nominal;  $P^*$ , un índice de los precios en Estados Unidos, y  $P$ , un índice de precios en España.

En la expresión anterior, el numerador es el precio de los productos extranjeros pasado a euros, mientras que el denominador recoge el precio en la misma moneda de los productos de la zona euro. Por lo tanto, el TCR compara el coste (en una misma moneda) entre los productos extranjeros y los nacionales.

**Cuando se trata de discutir ganancias o pérdidas de competitividad, lo relevante son los tipos de cambio reales.**

Una alteración del tipo de cambio nominal sólo equivale a una variación del mismo sentido y magnitud del tipo de cambio real, si los precios en los países en cuestión varían en la misma proporción, es decir, si  $P^*/P$  se mantiene inalterado. Un país puede ganar competitividad bien porque su moneda se deprecia (aumento de  $E$ ), bien porque los precios extranjeros crecen más de prisa que los nacionales ( $P^*$  crece más que  $P$ ).

Obviamente, el tipo de cambio real también se puede expresar, con  $E$  como dólares por euro, de la forma siguiente:

$$TCR = \frac{EP}{P^*} \quad 2.1$$

Ahora el numerador es el coste en dólares de los productos europeos y el denominador el coste en la misma moneda de los productos norteamericanos. De nuevo, el TCR compara el coste (traducido a una misma moneda) de unos productos respecto a otros, y por lo tanto es una medida de la competitividad. Un aumento de  $E$  –más dólares por euro, es decir, una apreciación nominal del euro – y/o una más gran inflación en la zona euro que en los Estados Unidos, darían lugar a un aumento del TCR que equivaldría a un encarecimiento de los productos de la zona euro frente a los Estados Unidos, con la subsiguiente pérdida de competitividad.

Este papel de los tipos de cambio como herramienta para recuperar competitividad, habitual en situaciones normales, presenta algunos casos extremos que pueden generar dificultades.

Por un lado, en determinados episodios se ha generado el llamado círculo vicioso entre inflaciones y depreciaciones: un país con elevada inflación ve como pierde competitividad; la devaluación o depreciación, para intentar recuperarla lleva también a que los productos importados sean más caros (algunos tan importantes como el petróleo) que pueden provocar más inflación, que requiere más devaluaciones, etc., y eso genera una espiral o círculo vicioso que al final lleva a la pérdida de confianza en el valor de la moneda y, en algunos casos, a la necesidad de reformas monetarias, incluso sustituir la antigua moneda desacreditada por otra con más compromisos de rigor.

Otro caso se produce cuando los países que acumulan pérdidas de competitividad –por ejemplo por una inflación mayor–, no disponen de la herramienta del tipo de cambio para recuperarla. Hay que insistir, aunque parezca inicialmente extraño, que entre países que comparten moneda (y por lo tanto su tipo de cambio nominal es 1: un euro alemán = un euro español... al menos por ahora), los tipos de cambio reales pueden fluctuar si los precios se mueven de forma divergente. Así, en los primeros años de vida del euro esta situación se produjo en algunos de los países que compartían moneda, como se detallará en el módulo 3 al hablar de los diferenciales de inflación y sus efectos. Entonces es necesario buscar mecanismos alternativos para recuperar competitividad.

#### TCER

Del mismo modo que a partir de los tipos de cambio nominales bilaterales se construyen los tipos de cambio efectivos, también se obtienen a partir del TCR los tipos de cambio efectivos reales, TCER (REER, *real effective exchange rates*).



## 2.4. Tipos de cambio reales en el MIP

Desde 2011, la Unión Europea hace un seguimiento de los estados miembros para prevenir y, eventualmente, corregir, la aparición de desequilibrios macroeconómicos. El llamado Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM, MIP por las siglas inglesas de *macroeconomic imbalances procedure*) parte de un análisis de varios indicadores que conforman el denominado **mecanismo de alerta**. Algunos de estos indicadores son seleccionados como principales. Inicialmente eran diez y en la actualidad (octubre de 2018) catorce. Algunos de ellos irán apareciendo a lo largo de estos módulos. Para cada indicador se define un umbral a partir del que se activa una “señal de alarma”.

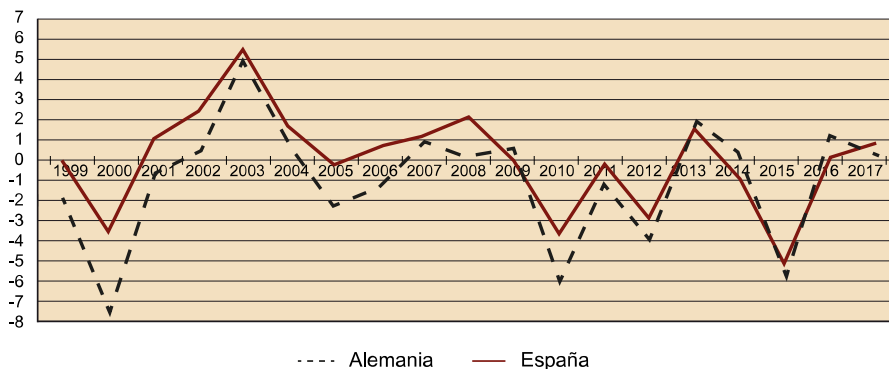
El tipo de cambio efectivo real (TCER-REER) de los países miembros de la UE es uno de los indicadores principales que se usa para detectar eventuales problemas en el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos.

En concreto, la variante del TCER que se utiliza es la que usa los índices de precios al consumo, que se calcula frente a cuarenta y dos socios comerciales: todos los socios de la UE, más el resto de las principales economías avanzadas y emergentes, entre ellas los Estados Unidos, Canadá, Australia, Japón, Suiza, China, Brasil, Rusia y Corea del Sur.

Cuando en el horizonte de tres años el TCER se mueve más del 5 % (en el caso de los países de la zona euro) o del 11 % (el resto de miembros de la UE) se activa la señal de alarma o “toque de atención” asociado a este indicador.

La figura 2 muestra los datos oficiales publicados por Eurostat respecto a la evolución de los TCER de España y Alemania desde el inicio del euro (1999) hasta 2017. Está definido para que un aumento signifique una apreciación del TCR, es decir, un encarecimiento de los productos nacionales respecto a los competidores extranjeros. Se observa que la evolución del euro ha afectado a los TCR tanto de España como de Alemania, pero también que la apreciación del TCER de España ha sido a menudo (especialmente en los años previos a la crisis de 2008) superior a la de Alemania –debido a que en muchos momentos los precios/costes en España aumentaron más que en Alemania–, con las pérdidas de competitividad de la economía española que esto ha supuesto. En el módulo 3 volveremos sobre este tema.

Figura 2. Evolución del TCER de España y Alemania 1999-2017 según la forma de medirlos en el MIP



**Tipo de cambio real y poder adquisitivo**

Además de la "lectura" de los tipos de cambio reales en términos de competitividad, hay otra lectura en términos de poder adquisitivo: las monedas "fuertes" –apreciadas en términos reales– tienen más poder adquisitivo. Los ciudadanos que disponen de estas monedas fuertes pueden viajar con más facilidad, comprar más productos extranjeros o hacer inversiones en el exterior.

Fuente: elaborado a partir de los datos de Eurostat (agosto de 2018)

### 3. Mercados de divisas: factores comerciales y financieros

Ya hemos visto que a largo plazo la situación de referencia viene determinada por un cierto equilibrio entre los precios de los bienes y los tipos de cambio, que teóricamente se explicitan por la PPP. A corto plazo, sin embargo, la evolución del tipo de cambio toma como referencia el mercado de divisas.

Como en cualquier mercado, hay unas fuerzas que originan una demanda de divisas y otras que dan lugar a una oferta de divisas.

**Demanda de divisas:** los que necesitan divisas son en primer lugar los importadores de artículos extranjeros. Adicionalmente, serían solicitudes de divisas para efectuar inversiones en el extranjero (comprar activos denominados en moneda extranjera). Para simplificar, supongamos de momento que la fuente dominante de demanda de divisas son los pagos de importaciones (los factores comerciales). ¿Cómo se ven relacionados con el tipo de cambio?

#### 3.1. Factores comerciales

Esta relación se refleja en la figura 3, mediante la curva D de demanda de divisas.

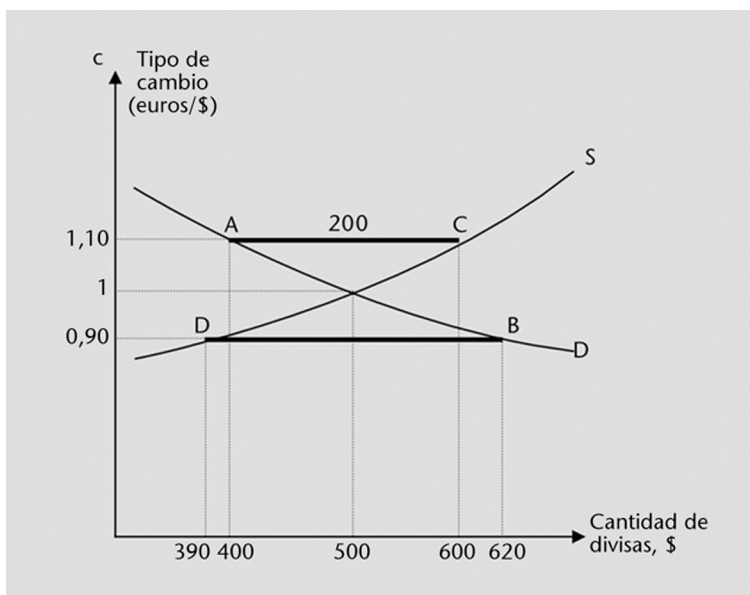


Figura 3

A medida que la moneda nacional se deprecia (el dólar cuesta más euros), los artículos importados se encarecen en relación con los nacionales y por ello el volumen de importaciones tiende a disminuir, hecho que se traduce en una demanda menor de divisas.

Por ejemplo, con un tipo de cambio  $e = 1$  euro/dólar se importaban 500 unidades a un precio medio de un dólar, de manera que se requerían divisas por valor de 50 dólares. Si el euro se deprecia hasta  $e = 1,1$  euros/dólar las importaciones pueden reducirse a 400 unidades, por ejemplo, que requieren pagos por valor de 400 dólares (supongamos que los precios en dólares de nuestras importaciones no se ven muy afectados por el hecho de que nuestro país adquiera una cantidad un poco mayor o un poco menor).

Inversamente, una apreciación del euro abarataría las importaciones con respecto a los productos nacionales y tendería a incrementar el volumen de importaciones, lo que llevaría a pedir un mayor volumen de divisas con el fin de pagarlas.

**Oferta de divisas:** los que ofrecen divisas al mercado de divisas son básicamente los exportadores que las han obtenido como pago por sus ventas al extranjero, o los extranjeros que las necesitan para pagar sus compras con euros, o los extranjeros que quieren adquirir activos en euros (efectuando entradas de capitales). Supongamos, de momento, que la principal fuente de oferta de divisas ante los euros se asocia a las exportaciones españolas.

La oferta de divisas se refleja en la curva  $S$  de la figura 3.

En este caso, una depreciación del euro, que abarata los productos españoles, tendería a incrementar la cantidad ofrecida de divisas (ya que aumenta suficientemente el volumen de exportaciones).

Por ejemplo, al depreciarse el euro de 1 a 1,1 euros/dólar, la cantidad ofrecida de divisas (ingresos para exportaciones) pasaría de 500 a 600 dólares; una apreciación del euro hasta 0,90 euros/dólar encarecería los productos españoles y reduciría la oferta de divisas (ingresos para exportaciones) a 390 dólares.

Consideremos ahora simultáneamente la oferta y la demanda de divisas.

En el tipo de cambio  $e = 1,1$  euros/dólar aparece un exceso de oferta de divisas, medido por la distancia  $AC$  en la figura 1, de 200 dólares (600-400).

Como en cualquier mercado, frente a un **exceso de oferta las divisas tenderán a perder valor**, y correlativamente la moneda nacional tenderá a apreciarse (disminuirá  $e$ ). En el tipo de cambio  $e = 0,9$  euros/dólar aparece un **exceso de demanda de divisas**, medido por la distancia  $DB$  en la figura 1, que **tiende a depreciar el euro** (incrementará  $e$ ).

#### Ejemplo

Por ejemplo, en nuestra figura si  $e = 0,9$  euros/dólar, la demanda de divisas pasaría en la figura 1 a 620 dólares.

El equilibrio de mercado vendría dado por la intersección de la oferta y la demanda: para un tipo de cambio  $e = 1$  euro/dólar, la cantidad demandada de divisas igualaría la cantidad ofrecida. Los ofertantes venderían las divisas que necesitaran a este tipo de cambio, y los demandantes también adquirirían las que necesitaran. Sería, pues, una situación de equilibrio.

Podemos ver en este marco alguna implicación que encaja con lo que se desprendería de la teoría de la paridad del poder adquisitivo. Por ejemplo, una inflación en nuestro país al encarecer los productos nacionales en comparación con los extranjeros haría que:

- 1) En cada tipo de cambio los extranjeros adquirirían menos productos nacionales. Esto significa **menos exportaciones**, lo que desplazaría la curva  $S$  hasta  $S'$  en la figura 4;
- 2) Los nacionales adquirirían más productos extranjeros (**más importaciones**), de manera que se desplazaría la curva  $D$  hasta  $D'$  en la figura 4.

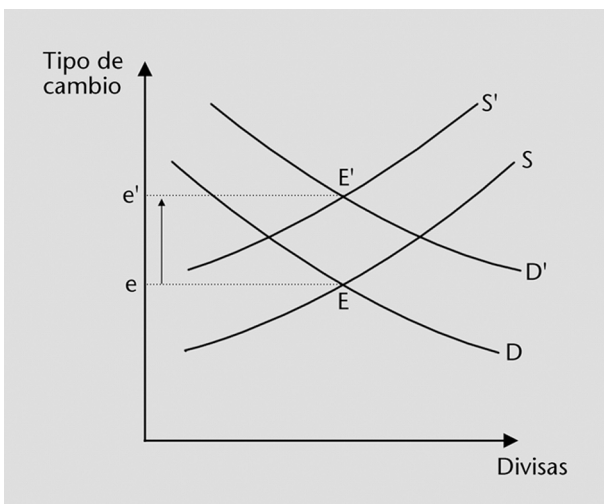


Figura 4

El resultado sería, como muestra el punto  $E'$  de la figura 4, un nuevo tipo de cambio de equilibrio depreciado (más euros por dólar), tal como se deducía de la PPP.

#### Depreciación

De hecho, la "versión relativa" de la PPP indica que la depreciación tendría que ser una magnitud igual a la diferencia entre la inflación de nuestro país y la del extranjero.

### 3.2. Factores financieros

Hasta ahora hemos considerado el juego de la oferta y la demanda de divisas basado en las transacciones comerciales (exportaciones e importaciones de bienes y servicios). Apuntamos, sin embargo, que la oferta y la demanda de divisas podría provenir no solamente de este tipo de operaciones, sino también de los movimientos de capital (entradas y salidas de capitales).

En las economías modernas estas transacciones financieras tienen un peso enorme, y si nos ceñimos a su papel en las operaciones en los mercados de divisas en los últimos tiempos, su preponderancia ha llegado a marginar las transacciones comerciales.

Los movimientos de capitales a largo plazo, como las inversiones directas en empresas, dependen, en principio, básicamente de las rentabilidades esperadas a lo largo del periodo de inversión (expectativas de rentabilidad a largo plazo), asociadas a la confianza en el potencial de crecimiento de un país. Los movimientos a corto plazo dependen, por su parte, de las rentabilidades de los títulos en que se concreta esta inversión, por ejemplo, rentabilidades de deuda pública y de activos del sector privado.

En una economía abierta, estas expectativas de rentabilidad presentan dos elementos primordiales. En primer lugar el tipo de interés, y en segundo lugar las expectativas de apreciación o depreciación de las monedas implicadas.

Veámoslo con más detalle:

a) Los tipos de interés elevados actúan como factor de atracción de los capitales hacia un país y los tipos de interés bajos suponen salidas de capitales.

En el caso extremo de que no hubiera ningún tipo de restricción en los movimientos internacionales de capitales, un país pequeño tiene que aceptar el tipo de interés mundial como un dato, ya que cualquier causa que tienda a elevarlo origina una (incipiente) entrada de capitales atraídos por esta mayor rentabilidad, lo que tiende a producir una afluencia de fondo que devuelve el tipo de interés a escala mundial. En el caso de una medida que induzca a una reducción, la salida de capitales originaría una escasez que elevaría nuevamente el tipo nacional.

Este mecanismo es parecido al que actúa en las autopistas o en las calles de las grandes ciudades con diversos carriles: la posibilidad de cada conductor de desplazarse de un carril al otro para aprovechar las diferencias de velocidad que detecta acaba comportando que la velocidad en todos los carriles sea aproximadamente la misma, ya que cuando se detecta en alguno de los carriles más celeridad, el alud de coches desde otros carriles tiende a saturar el que era aparentemente rápido, al mismo tiempo que descongestiona los otros considerados más lentos.

#### Estimaciones

De hecho y según algunas estimaciones no más de un 5 % del volumen intercambiado diariamente en los mercados de divisas tiene un origen comercial, el resto es financiero.

b) Las expectativas de apreciación/depreciación. Con perfecta movilidad, lo que se iguala son las *rentabilidades esperadas*.

Si invertir en una letra del Tesoro español rinde un interés del 12 % anual, y en un bono del Tesoro de Estados Unidos, un 8 %, una persona con un millón de euros tiene dos opciones:

- Invertir en letras españolas y obtener al final del periodo 1.120.000 euros.
- Convertir sus euros en dólares al tipo de cambio actual, por ejemplo, 1 euro/dólar, y el millón de dólares se convertirán en 1.080.000. Si al final del periodo se espera a que el tipo de cambio continúe siendo de 1 euro/dólar, estos dólares equivaldrían a 1.080.000 euros y sería más atractivo invertir en activos con euros. Pero si se espera que al final del periodo el dólar se haya apreciado (que el euro se haya depreciado) hasta 1,1 euros/dólar, los 1.080.000 dólares valdrán 1.188.000 euros, y la inversión más rentable será en dólares.

El motivo es que la apreciación del dólar/depreciación del euro compensa con creces el diferencial de tipo de interés.

En equilibrio, para que las dos inversiones tengan un atractivo similar, tiene que cumplirse la condición de *paridad de intereses*:

$$i_{\text{€}} = i_{\text{eua}} + d;$$

siendo  $d = (e^* - e)/e$ ;

( $e^*$  = tipo de cambio en euro/dólar esperado en el momento de vencimiento de la inversión,  $e$  = tipo de cambio euro/dólar actual) y, por lo tanto,  $d$  indica la tasa esperada de depreciación del euro/apreciación del dólar.

#### Nota

En el ejemplo la diferencia entre tipo de interés es compatible con una expectativa del hecho de que el dólar se aprecie (el euro se deprecie) aproximadamente un 4 % al final del periodo.

Esta relación nos indica que un país cuya moneda esté bajo sospecha de depreciación o devaluación (en cualquier caso, de pérdida de valor) tiene que ofrecer un tipo de interés superior para compensar del riesgo de pérdidas asociadas a invertir en una moneda con expectativas de desvalorización.

## 4. Sistemas de paridades

El análisis de los apartados anteriores se ha hecho con la condición de que el juego del mercado conduciría el tipo de cambio a su escala de equilibrio. Pero históricamente, se ha tratado de fijar el tipo de cambio, con más o menos rigidez, en fases diversas y amplias. Parece razonable pensar que la elección de la paridad se haría sobre la base de consideraciones de "equilibrio", tratando, pues, de escoger el **tipo de cambio adecuado a la paridad del poder adquisitivo**, que tendría que tender a dejar en equilibrio el mercado de divisas.

### 4.1. Sistemas cambiarios: flotación frente a fijación

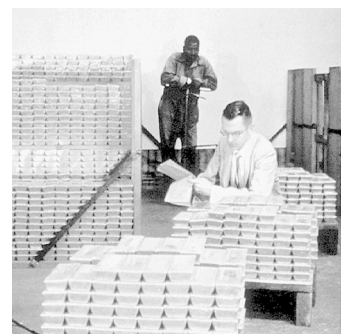
Naturalmente, los problemas aparecen cuando el tipo de cambio fijo deja de ser el de equilibrio. Por acertada que fuera la elección de la paridad "fija" en su momento, al cabo de un año, de cinco años, o del tiempo que sea, puede haber multitud de cambios con más o menos incidencia en lo que sería el tipo de cambio de equilibrio.

Para ser concretos, supongamos, por ejemplo, que las empresas nacionales quieren incrementar sus compras de maquinaria en el exterior (aumentar sus importaciones) a causa, por ejemplo, de un progreso tecnológico más importante en el extranjero, que hace más rentable esta maquinaria. Esto implica un desplazamiento hacia la derecha de la curva de demanda de importaciones, tal como refleja en la figura 5 el paso de D a D'.

Ahora el equilibrio en el mercado de divisas se conseguiría con un tipo de cambio  $e = 1,10$  euros/dólar, sin embargo, por alguno de los motivos que veremos después, supongamos que las autoridades nacionales intentan fijar el tipo de cambio a  $e = 1$ .

Ante esta situación de "desequilibrios con fijación" existen estas cuatro opciones:

**1) Intervención en los mercados de divisas.** En el tipo de cambio  $e = 1$  euro/dólar, la demanda de divisas para financiar las importaciones más importantes es de 740 dólares (punto F) y la oferta continúa siendo de 500 dólares (punto E); la diferencia es un exceso de demanda de divisas que tendería a elevar el precio de las divisas. ¿Cómo puede evitarse? Suministrando el banco central del país las divisas necesarias, es decir, interviniendo en los mercados de divisas para cubrir la diferencia entre demanda y oferta: en este caso, la intervención consistiría en vender divisas por valor de 240 dólares.



Hasta la década de los setenta existía la convertibilidad de divisas en oro.



Este tipo de respuesta tiene naturalmente un límite: para vender reservas, el Banco Central tiene que tenerlas o poder obtenerlas en préstamo. Así, la disponibilidad de reservas o el acceso a fuentes de financiación o crédito internacional marca el límite de estas intervenciones.

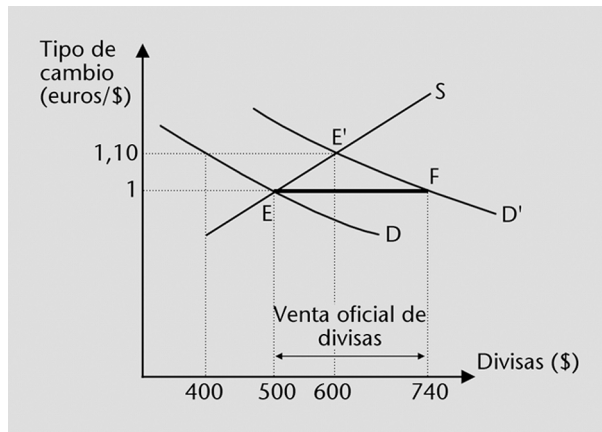


Figura 5. Efectos de un desplazamiento de la demanda de divisas

#### Asimetría

Observad que en caso de que la intervención fuera en sentido contrario, comprando divisas, éstas se acumularían y, en este sentido, no habría "límite". Ésta es una asimetría importante.

Las dos opciones siguientes implican intentar devolver la curva de demanda de importaciones hacia la izquierda:

2) **Políticas comerciales.** En la medida en que el exceso de demanda de divisas provenga del hecho de que las importaciones que pretenden efectuar los residentes en un país superan las exportaciones nacionales, pueden aplicarse medidas que restrinjan las importaciones (o estimulen las exportaciones), como por ejemplo aranceles o contingentes.

El problema de esta respuesta –aparte de las distorsiones que comporta (o en el caso de limitar la importación de maquinaria, la rémora a la modernización del equipamiento de capital de la industria nacional)– reside en los acuerdos internacionales asumidos, sea a escala mundial, como la OMC, sea a escala regional, como la pertenencia a la Unión Europea.

3) **Políticas contractivas:** se trata de reducir la demanda global de la economía nacional, con lo que disminuirá la demanda de importaciones, que varía en el mismo sentido que la escala de actividad nacional (medida por el PIB o la renta). Esta opción ilustra claramente la fuerza de la "restricción externa" con tipos de cambio fijos: la política de estabilización (manejo de los instrumentos monetarios y/o fiscales para regular los niveles de actividad económica) se sujeta a las exigencias del compromiso de mantener una determinada paridad.

En diversas ocasiones bastantes países se han visto a menudo sujetos a esta restricción externa, verdadero cuello de botella de fases de expansión (en las cuales la demanda de importaciones, por ejemplo para modernizar el equipamiento)

miento industrial, aumentaba y las limitaciones de reservas internacionales impedían sostener estas importaciones superiores más allá de un tiempo determinado antes de aplicar políticas restrictivas).

Finalmente, queda la opción de abandonar el compromiso asumido:

**4) Devaluación:** implica reconocer que no es sostenible defender la paridad vigente y tratar de fijar otra más realista. En el sistema de Bretton Woods implementado después de la Segunda Guerra Mundial, las devaluaciones (o revaluaciones) requerían una situación de "desequilibrio fundamental de la balanza de pagos" y el recurso a esta opción requería consulta y/o autorización del Fondo Monetario Internacional. En el Sistema Monetario Europeo (SME –que se verá en el módulo 3–), las alteraciones de las paridades centrales entre monedas requerían el acuerdo multilateral de los participantes en el mecanismo. Se esperaba que una devaluación devolviera al equilibrio (en el punto E' en la figura 5). Aunque, una devaluación, como se verá en el apartado 5, podría originar subidas de precios que disipasen los efectos favorables.

Una vez conocidas ya las bases del funcionamiento de los tipos fijos y flexibles, discutiremos brevemente los **inconvenientes y ventajas respectivas**. Como era de esperar, las ventajas de cada sistema son, implícitamente, los inconvenientes del otro.

La gran virtud atribuida a los tipos fijos es la propiedad de conferir certeza en las transacciones comerciales y financieras.

Quienes proyectan comprar, vender o invertir en el extranjero pueden hacer sus cálculos de manera fiable. Por contra, los **tipos flexibles** introducen una **incertidumbre** considerable: ¿cuánto me costará en euros la maquinaria que planeo comprar hoy en Japón, pero que tendré que pagar dentro de seis meses? Es cierto que hay instituciones, como los mercados de futuro y otros mecanismos financieros sofisticados para cubrirse de estos riesgos cambiarios, sin embargo, ni son gratuitos para el usuario ni son gratuitos para la sociedad.

Además, los tipos fijos garantizan la **no-utilización oportunista** del tipo de cambio como arma comercial, que en el pasado fue muy perniciosa para el comercio mundial. Aunque también se ha argumentado que si no puede utilizarse el tipo de cambio como arma comercial, se induce a utilizar directamente restricciones comerciales en casos de dificultades de balanza de pagos, si bien actualmente las reglas de la OMC limitan esta posibilidad a casos excepcionales.

#### Desequilibrios

La existencia de desequilibrios en la balanza de pagos es la razón por la cual normalmente, en un mismo gobierno, los responsables de las cifras de comercio exterior ven las devaluaciones con más simpatía que los responsables de la lucha contra la inflación.

#### Orgullo nacional

Aparte de cuestiones técnicas en la práctica, un obstáculo que a veces ha entorpecido o retrasado las devaluaciones ha sido la tendencia a confundir el mantenimiento de la paridad de la moneda nacional con el "orgullo nacional", de manera que la devaluación sería considerada casi una humillación o una disminución de la capacidad del país.

Entre las ventajas de los tipos flexibles, hay, básicamente, una mayor autonomía de las políticas nacionales, la no-supeditación de las políticas internas a compromisos exteriores. En cambio, los tipos fijos, como hemos visto hace un momento, transmiten una "restricción externa" que puede ser onerosa. Según otros puntos de vista, este argumento se lee en negativo: los tipos flexibles generan falta de disciplina en el país, pueden adoptarse políticas inflacionistas irresponsables con una cierta impunidad... al menos transitoriamente.

Naturalmente, el problema consiste en distinguir lo que es "irresponsabilidad" de lo que es escoger conscientemente unas prioridades, tan válidas como otras, que pueden implicar, por ejemplo, una inflación superior.

Otro argumento a favor de los tipos flexibles, el automatismo con el que devuelven el país al equilibrio externo, parece hoy discutible a la vista de la volatilidad exhibida por los tipos de cambio en los momentos en que la libre fluctuación ha sido mayor.

Un aspecto importante es la **vulnerabilidad** de los tipos de cambio fijos en los **movimientos especulativos**: cuando una moneda que tiene la paridad fijada está bajo sospecha de devaluación, se abre una magnífica posibilidad de negocio: vendemos esta moneda a cambio de otra fuerte, esperamos la devaluación y, una vez producida, compramos de nuevo la moneda (devaluada) y ganamos en la operación un porcentaje igual al de la devaluación. Si no se produce la devaluación, perdemos únicamente los costes de transacción (proporcionalmente mínimos).

Esta "apuesta unidireccional" (en estas situaciones puede devaluarse o no, sin embargo no se plantea la opción de revaluar) origina una presión vendedora sobre la moneda débil que agrava su situación inicial y hace necesaria, a veces, una **devaluación que antes de la especulación era evitable**. Naturalmente, si se prevé una revaluación se tiende a comprar la moneda, lo que incrementa la presión al alza sobre ésta. Es un problema importante de los sistemas de tipos fijos.

En la práctica son frecuentes los regímenes de flotación "bruta" o "intervenida", en que los bancos centrales permiten en principio que las monedas fluctúen, sin embargo, intervienen (de manera notoria o discreta) cuando consideran que se producen desalineamientos o fluctuaciones excesivas o injustificadas sobre la base de los factores fundamentales que hay detrás del tipo de cambio. El margen de discrecionalidad de las autoridades para identificar y evaluar las situaciones es, pues, importante.

#### Ancla nominal

La tendencia a convertir el tipo de cambio en ancla nominal, cosa que analizamos a continuación, sería la versión más elaborada de esta argumentación, basada en el control de la inflación.

#### El sistema de Bretton Woods

La caída del sistema de Bretton Woods llegó técnicamente por la especulación a favor del marco alemán (y contra el dólar).

## 4.2. Algunas experiencias históricas

Durante la parte final del siglo XIX y principios del XX, los principales países participaban en el “patrón oro”: al fijar una paridad de sus monedas con el oro, indirectamente asumían unos tipos fijos entre ellos. El patrón oro en principio limitaba la capacidad para emitir dinero en la evolución de las reservas de oro, con el riesgo de que en momentos de dificultades la política monetaria tuviera que ser contractiva (si bajaban las reservas) en lugar de expansiva, como requeriría la situación interna. Esto llevaba a fricciones sociales y a que, en momentos graves, se abandonaran los compromisos estrictos del patrón oro. Con la Primera Guerra Mundial, prácticamente todos los países abandonaron estas obligaciones, aunque, cuando finalizó, algunos se plantearon un “regreso”. El caso más conocido fue la fijación de la libra esterlina en 1925 a una paridad con el oro similar a la que tenía antes de la guerra. Esto, de hecho, sobrevaloraba la libra y trajo dificultades a la economía británica. El año 1931, ya empezada la Gran Depresión, se desvinculó la libra del oro, y se experimentó una depreciación importante. Esto contribuyó al inicio de sucesivas devaluaciones de otras monedas que llevaron a la llamada guerra de devaluaciones competitivas de la década de los años treinta, en que los intentos de cada país de ganar/recuperar competitividad a expensas de los otros era contrarrestado, generando una dinámica de “políticas de empobrecer al vecino” que agravaron la depresión. Como ya se ha indicado, después de la Segunda Guerra Mundial el sistema de Bretton Woods estableció inicialmente tipos de cambio “fijos pero ajustables” de cada moneda frente al dólar, básicamente para evitar volver a aquellas “manipulaciones” del tipo de cambio.

El sistema de Bretton Woods convirtió pues el dólar en la moneda de referencia internacional: cada país fijaba una paridad frente al dólar de los Estados Unidos, que, por su parte, se comprometía a mantener una paridad con el oro. El sistema funcionó razonablemente hasta finales de los años sesenta, contribuyendo a la estabilidad y al crecimiento. Pero precisamente la rápida expansión de los años sesenta requería más medios de pagos internacionales (principalmente dólares) que no tenían el apoyo en igual proporción de las reservas de oro. Como expresó Robert Triffin, las exigencias de más liquidez internacional (más dólares) entraron en conflicto con la confianza en la convertibilidad del dólar en oro. Adicionalmente, un grado más elevado de inflación y de tipos de interés en los Estados Unidos desde finales de los años sesenta, llevó a otros países avanzados (singularmente Alemania y Japón) a rechazar unos tipos de cambio fijos que transmitían esta inflación y tipos de interés, considerados “demasiado elevados” en el resto del mundo. Desde 1973, cuando las principales economías diferentes de los Estados Unidos permitieron fluctuar o flotar sus tipos de cambio de manera flexible, hay más variedad de opciones cambiarias. Las expectativas que los tipos de cambio flexibles darían más libertad a cada país para elegir sus tipos de interés (su política monetaria) y corregirían de forma automática y suave los desequilibrios externos, no se vieron tan con-

firmadas como esperaban sus defensores, y esto dio lugar a finales de los años setenta a hablar de la necesidad de coordinación o cooperación internacional de políticas. Al final de este módulo resumimos las experiencias al respecto.

En la actualidad los países pueden seleccionar el tipo de “régimen cambiario” que adoptan, comunicándolo al Fondo Monetario Internacional, aunque hay debates sobre si el sistema cambiario “oficial” comunicado coincide siempre con “el efectivo”: así, a veces, países que proclaman la “flexibilidad” de su tipo de cambio, en la práctica intervienen en los mercados cuando consideran que se producen “desajustes”; en otros casos, el tipo de cambio oficialmente fijo es “desbordado” cuando es poco realista por muchas transacciones en el “mercado negro” a precios más cercanos a los de mercado.

## 5. Mecanismos de transmisión internacional

En este apartado examinaremos las interdependencias en la economía mundial, principalmente en la vertiente macroeconómica, y sus principales implicaciones, lo que nos lleva al planteamiento de al menos dos grandes preguntas:

a) ¿Como afecta a un país lo que sucede en otro?, es decir, ¿cuáles son los **mecanismos o canales de transmisión** entre economías que generan interdependencias?

b) ¿Cuáles son las posibles respuestas a estas interdependencias? Hay opciones que van desde intentarse aislar de las influencias externas (del tipo proteccionista), o que cada país trate de afrontar las situaciones de manera autónoma, hasta la posición aparentemente más ponderada, según la cual estas interdependencias aconsejan o requieren una cooperación o **coordinación a escala internacional**.

En sentido amplio, bajo la denominación de "mecanismos de transmisión" o "canales de interdependencia", se trata de analizar las vías, mecanismos o canales de transmisión de cualquier cambio o "shock".

Esto incluye, por ejemplo, malas/buenas cosechas, innovaciones tecnológicas, mejoras en la productividad, cambios políticos y/o sociales, o alteraciones en las pautas de comportamiento de consumo y ahorro o hábitos financieros, y también, por supuesto, las políticas económicas de los diversos países.

Estos acontecimientos transmiten sus efectos internacionalmente por diversas vías, que operan simultáneamente y a veces en direcciones opuestas.

Un primero y más básico mecanismo actúa por medio de las conexiones comerciales.

### 5.1. Mecanismo vía renta o comercio

Su formulación más conocida es el "efecto locomotora": en los medios de comunicación es frecuente encontrar referencias, especialmente ante una situación de atonía o recesión, a la discusión de cuál o qué países se encuentran (o no) en condiciones de actuar de "locomotora" de la economía mundial, es decir, iniciar una expansión o recuperación que "tire" del resto de países.

#### Ejemplo de efecto locomotora

En el caso de la Unión Monetaria el efecto locomotora se imputa a menudo en positivo o en negativo a la economía alemana.

El mecanismo sería el siguiente: una mayor demanda en el país se traduce, en parte, en una mayor demanda de productos importados (según la propensión a importar), que son exportaciones para algún otro país B, y, por lo tanto, fuente de una nueva demanda en este país. Esta nueva demanda en B pone en marcha en B el proceso "multiplicador" convencional. Pero también funciona en sentido opuesto: una contracción en A que reduzca sus importaciones conduce a un descenso de las exportaciones de B, lo que afecta negativamente a la producción, renta y ocupación.

La magnitud de este canal de transmisión depende, por lo tanto, de la medida en que la demanda o el gasto efectuado en un país recaiga sobre productos importados del resto del mundo.

Ésta es una manifestación de un concepto más amplio, el de **grado de apertura** de una economía. En términos generales es bastante evidente que la apertura en las transacciones internacionales de las diferentes economías ha aumentado notablemente desde hace tres décadas.

## 5.2. Interdependencias vía GVC

El peso creciente de las cadenas globales de valor en las últimas décadas ha amplificado las interconexiones comerciales. Cuando varias factorías situadas en diferentes países producen componentes de un mismo producto, por ejemplo un automóvil o un ordenador, una variación en la demanda del producto final se transmite en forma de más demanda de cada uno de los ítems que lo integran, lo cual tiende a incrementar la sincronización. En otros casos, si a lo largo de la GVC se produce una distorsión importante –un accidente, un conflicto, o cualquier otra causa que rompe el funcionamiento fluido de la cadena de valor–, las perturbaciones también se transmiten internacionalmente. Los problemas de Japón en 2011 debido a la explosión de la central nuclear de Fukuyima han sido ampliamente estudiados. Aunque también es cierto que a veces aparecen pugnas para conseguir una posición a lo largo de las GVC entre factorías situadas en varios países.

La importancia de las GVC ha dado más peso a los factores globales en la evolución económica de los diferentes países. Hay estudios que muestran, por ejemplo, la correlación entre la presencia de diferentes países en las GVC y el peso de los factores globales respecto a los más específicamente nacionales en variables como la inflación.

### 5.3. Interconexiones financieras

La vertiente financiera de la globalización ha acentuado las vías de interconexiones internacionales. Un mecanismo tradicional que se ha visto reforzado a medida que aumentaba la movilidad internacional de capitales es el de los movimientos más similares de los tipos de interés a escala global. Y desde la crisis de 2008 se ha evidenciado también con fuerza que las perturbaciones financieras se transmiten internacionalmente, como sucedió con los activos tóxicos, los problemas de contagio de la deuda soberana, o los temores a fricciones financieras en algunas economías emergentes. En este apartado se analizan en dos secciones la transmisión por la vía de los tipos de interés y las perturbaciones financieras.

#### 5.3.1. Vínculos entre tipos de interés

En un mundo cada vez más integrado financieramente, los tipos de interés se determinan en gran medida a escala mundial, más que a escala local o nacional.

En el caso extremo de perfecta movilidad de capitales y perfecta sustituibilidad entre activos/pasivos denominados en diferentes monedas, un país pequeño tiene que aceptar el tipo de interés mundial como un dato. Eso significa que si por cualquier causa los tipos de interés experimentan una presión al alza, ésta repercutirá sobre los diversos países, sea cual sea el origen del movimiento alcista.

#### Ejemplo de posibles causas

Por ejemplo para una mayor demanda de fondo para financiar el déficit público de Estados Unidos, o para una escasez de ahorro a escala mundial, como la que se podría agravar si la tasa de ahorro asiática descendiera notablemente.

Recordad que los mecanismos por los cuales se transmiten los movimientos del tipo de interés es el atractivo que representan tipos de interés altos para los inversores con capacidad de desplazar sus fondos internacionalmente.

Así, por ejemplo, un tipo de interés más alto en A que en B tenderá en principio a atraer capitales hacia A y desviar de B; sólo cuando se restableciera la igualdad de intereses cesaría el flujo internacional de capitales.

Pero también debéis recordar las muy importantes calificaciones en esta transmisión:

a) **Las expectativas de apreciación/depreciación:** con perfecta movilidad, lo que se iguala son las **rentabilidades esperadas**. Si en un país el tipo de interés aumenta, pero al mismo tiempo se sospecha que la moneda de este país puede tender a devaluarse o verse depreciada, no se generará un incentivo a desplazar fondos hacia este país.



b) **Imperfecta sustituibilidad** entre activos denominados en diferentes monedas, dado que los inversores prefieren una determinada composición de cartera o porque se asocia algún tipo de riesgo a los títulos denominados en alguna moneda, cosa que puede hacer que la respuesta a diferenciales de rentabilidad esperada no sea el único criterio.

c) **Limitaciones en la movilidad de capitales:** típicamente los "controles de cambios", que han sido muy frecuentes, cuando hay otras prioridades (reconstrucción nacional, balanza de pagos, garantizar el destino de la inversión, etc.). Aunque la liberalización de los movimientos de capital ha ido avanzando en los países industrializados, no han sido infrecuentes las limitaciones, incluso en los últimos años.

Con todo, la tendencia es que los tipos de interés se muevan conjuntamente, si bien con grados diversos de integración financiera.

#### Carga financiera de los países

Muchos préstamos se indexan en tipos de interés relevantes internacionalmente (*prime rate* de Estados Unidos, LIBOR, etc.). Esto tiene importancia para la carga financiera de los países (y particulares) endeudados en moneda extranjera.

### 5.3.2. Otras conexiones financieras

Hacia la mitad de la segunda década del siglo XXI, la tendencia al alza –primero anunciada y desde 2016 implementada gradualmente– de los tipos de interés en los Estados Unidos fue provocando reacciones importantes a escala global. Una de las vías, que ya había sido importante en otros momentos de tensión, deriva de que en varios lugares, especialmente en economías emergentes y en desarrollo, se han contraído deudas en dólares y/o tipos de interés ligados a los más relevantes internacionalmente, de forma que una apreciación del dólar y/o una subida del tipo de interés en los Estados Unidos haría más pesada la carga de atender la deuda.

Los años posteriores a la crisis también han mostrado que la aparición de tensiones financieras en algunos lugares puede afectar al "clima financiero" y a la "valoración del riesgo" en otros lugares. En Europa el "contagio" de la deuda soberana fue importante en 2010-2012, y en varios momentos de 2015-2016 las dudas sobre la situación financiera en China han provocado tensiones no solo en los mercados financieros de este país sino en el conjunto de la economía mundial.

### 5.4. El papel del tipo de cambio

Cuando los productores nacionales perciben problemas de competitividad –bien sea porque tienen difícil vender en el extranjero, bien sea porque los productos importados entran con más facilidad y mejor precio en el mercado nacional–, una respuesta muy habitual ha sido pedir a su gobierno una devaluación o depreciación que, abaratando los productos nacionales frente a sus rivales extranjeros, permita recuperar posiciones de competitividad; lo que

plantea dos grandes cuestiones: 1) ¿es efectiva esta medida?; 2) ¿qué impacto tiene –cómo se transmite– en los otros países, que pueden ver sus productos encarecidos con relación a los del país que devalúa?

#### 5.4.1. Empobrecer al vecino?

Cuando la moneda de un país se deprecia o se devalúa no lo hace "en abstracto", sino que pierde valor frente a una u otras monedas. El tipo de cambio es, pues, un concepto esencialmente relativo.

Esto tiene importancia en la medida en que las variaciones en el tipo de cambio afectan, entre otras cosas, a la **competitividad**, que es también por esencia un concepto relativo: la de los productos de un país frente al resto de países.

Por este motivo este mecanismo de transmisión presenta una diferencia con respecto a los dos anteriores. En éstos, cuando en el país A la renta y el tipo de interés se movían en un sentido, la transmisión internacional tendía a mover la misma variable del país B en el mismo sentido: se dice que esta transmisión es "positiva". Ahora el tipo de cambio da lugar a un canal de transmisión "negativo", ya que todo lo que implica ganar competitividad del país A requiere que la pierda otro; da lugar al fenómeno "de empobrecer al vecino" (*beggar my neighbour*).

Es importante la experiencia de los años treinta con las "devaluaciones competitivas". Pone de relieve cómo estas políticas provocan **represalias** del resto de países y el resultado final es el colapso del comercio internacional.

#### Efecto de "empobrecer al vecino"

El efecto de "empobrecer al vecino" es fundamental para entender el papel de construcción del "orden económico internacional" después de la Segunda Guerra Mundial de los principios de tipos de cambio fijos que no pudieran manipularse fácilmente y de libre comercio.

#### 5.4.2. Tipos de cambio y precios

Se trata de la influencia de variaciones en el tipo de cambio sobre la evolución del nivel de precios. El mecanismo básico es el siguiente: en el índice de precios al consumo (IPC) entran bienes de producción nacional e importados (la evolución de los precios de los que depende de cómo varían los precios en moneda extranjera y el tipo de cambio). Cuando la moneda nacional pierde valor (devaluación o depreciación) entonces los artículos importados (como por ejemplo el petróleo y sus derivados) son más caros en términos de moneda nacional, con lo cual tiene un impacto inflacionista.

Por el contrario, una apreciación suaviza las presiones sobre el IPC, puesto que permite que los artículos importados entren a precios más bajos en moneda nacional. Así, un país con problemas de inflación podría tener un incentivo

en apreciar su moneda, pero esta apreciación implica la depreciación de alguna otra moneda, lo cual origina en este país una tensión al alza del IPC: **la inflación se ha exportado, otra manera de empobrecer al vecino.**

### **5.4.3. Impacto de las devaluaciones sobre la competitividad**

Los debates sobre el papel de los tipos de cambio para incidir sobre la competitividad han dado muchas vueltas. Se vio en el apartado 2 como la versión relativa de la PPP atribuye un papel destacado a los tipos de cambio como mecanismos de recuperación de la competitividad. Se ha insistido al principio de este apartado en la utilización frecuente de las devaluaciones como herramientas para ganar o enderezar competitividad, con los riesgos de “guerras de devaluaciones competitivas”. Pero también se ha comentado como en entornos inflacionistas, las devaluaciones pueden ver erosionada su efectividad si ponen en marcha dinámicas inflacionistas.

Más recientemente se ha dado una razón adicional en contra de la efectividad de las devaluaciones para recuperar competitividad. En una economía global con fuerte presencia de las Cadenas Globales de Valor (GVC), muchas empresas tienen interés, como había sido tradicional, a exportar barato, de forma competitiva; pero también muchas empresas quieren importar los componentes, productos semielaborados u otros *inputs* (como maquinaria) de forma barata, para lo cual una moneda local depreciada es un obstáculo, puesto que las importaciones se ven encarecidas. Usando un argumento como este hace unos años que el World Economic Forum decidió excluir los tipos de cambio de los indicadores de competitividad, puesto que en diferentes empresas y sectores de diferentes países sus efectos podían ser contrapuestos.

A pesar de esto, desde la crisis de 2008, han reaparecido tensiones asociadas a acusaciones entre países de estar influyendo/manipulando los tipos de cambio para intentar ganar competitividad. La expresión “guerra de divisas” que se ha usado tiene resonancias de “guerra de devaluaciones competitivas”. China ha sido objeto de este tipo de acusaciones, pero también los Estados Unidos por sus políticas monetarias muy expansivas, y Japón por las políticas ultraexpansivas conocidas como *Abenomics* (por el primer ministro Abe que las impulsó). El debate sobre la efectividad de los tipos de cambio continúa abierto. Un estudio del FMI de 2015 concluyó que los tipos de cambio continuaban siendo una herramienta útil con impactos sobre la competitividad, pero reconocía que para los países con más participación en las GVC estos efectos se debilitaban mucho. Y el G20 tenía que insistir periódicamente en el compromiso de no usar por parte de los gobiernos, de forma artificial o desleal, influencias sobre los tipos de cambio, sino dejar en manos de los mercados su determinación.

## 5.5. Otros mecanismos

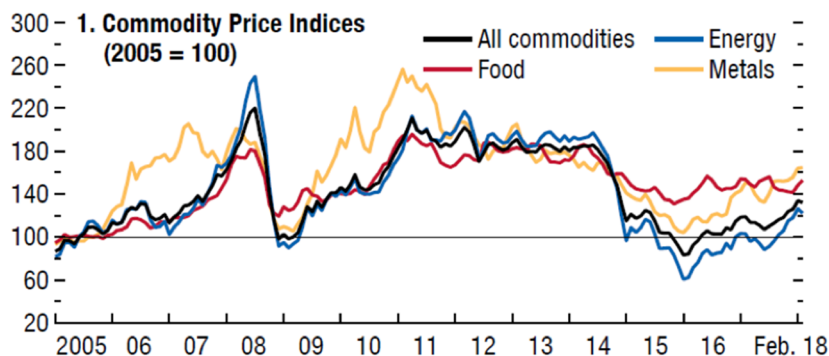
Las anteriores vías de interconexión funcionan principalmente por la vertiente de la demanda, afectando al potencial de compra (los primeros mecanismos) o al atractivo competitivo de los diferentes productos (los relacionados con el tipo de cambio). Pero también son importantes algunos mecanismos que actúan por la vertiente de la oferta.

Uno de los más importantes es el coste de varias *commodities* –materias primas energéticas, minerales o alimentarias–, que afectan al funcionamiento de muchas economías. El caso más conocido (pero no el único) es el relativo al precio del petróleo. Este ha experimentado, con el conjunto de precios de las *commodities* que refleja la figura 6, evoluciones importantes en las últimas décadas, con momentos álgidos antes de la crisis y de nuevo en torno a los años 2010-2011, y otras etapas a la baja, como desde 2014, con una cierta reversión más reciente. Naturalmente, cuando varían los precios de estos *inputs*, necesarios para muchos procesos de producción, se ve afectada toda la estructura de la oferta en muchos países, su rentabilidad, producción, etc.

Los factores que hay detrás de la evolución de los precios de las *commodities* son muy diversos y reflejan interdependencias importantes. Un aspecto que se ha destacado mucho es como el rápido crecimiento de las economías emergentes, que seguían modelos muy “intensivos en energía y otras *commodities*”, ha presionado en varios momentos al alza sus precios, incidiendo a escala mundial en costes más altos: más demanda desde China, para poner un conocido ejemplo, quería decir más costes de producción para las empresas de todo el mundo, incluidas las nacionales. Y cuando bajan los precios, en cierta medida por la ralentización de la demanda de aquellas economías, esto actúa como un “viento de cola” que abarata los costes también en otros lugares. Un aspecto adicional de estos tipos de interdependencias tiene que ver con el hecho de que los superávits de los exportadores de petróleo han ido dando lugar a flujos inversores especialmente importantes para algunos territorios y productos.

Aunque las interconexiones vía precios de las *commodities* asociadas a la demanda mundial son importantes, también hay otras consideraciones, como las tecnológicas y las geoestratégicas. La irrupción, por ejemplo, de las técnicas de *fracking* para la extracción de petróleo ha ido incidiendo sobre los costes de esta materia prima. Las respuestas geopolíticas de países como Arabia saudí o los Estados Unidos han tenido también una incidencia destacada sobre los costes de producción a escala mundial.

Figura 6. Precios de las *commodities*: media y sus componentes energéticos (petróleo, etc.) y otros (metales, alimentos, etc.); base 100, media de 2005



Fuente: FMI, World Economic Outlook, abril de 2018

Otro aspecto relacionado procede de la práctica de la fijación de precios de muchas mercancías (sobre todo materias primas, como el petróleo) en dólares de los Estados Unidos.

**Estados Unidos**

En Estados Unidos la apreciación del dólar entre 1980 y 1985 contribuyó a reducir la inflación sustancialmente.

## 6. El sistema financiero internacional: aspecto básicos

Los últimos años han sido testigos de una aceleración del crecimiento de los mercados financieros internacionales, en los que son objeto de intercambios un número creciente de activos/pasivos (desde los más clásicos, como los títulos de deuda o acciones de empresas, hasta un amplio conjunto de nuevos instrumentos financieros).

En las últimas décadas las transacciones financieras internacionales han crecido a un ritmo que supera con creces, el del crecimiento del comercio internacional en bienes y servicios, de manera que hoy puede hablarse de un sistema financiero globalizado a escala mundial.

Las razones para la emergencia de estos mercados globalizados y liberalizados han sido esencialmente:

1) **Agilizar y financiar el comercio:** en este sentido, la internacionalización de la financiación tiende a acompañar la internacionalización del comercio.

2) Un factor decisivo de otro tipo han sido las **nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones**, que han reducido enormemente los costes de transacción y han posibilitado operaciones en tiempo real entre dos partes cualesquiera del mundo.

3) Eludir regulaciones nacionales sobre las actividades financieras, así como otras vías de control (político, fiscal, etc.) de las jurisdicciones o gobiernos nacionales de origen. Desde el ejemplo clásico del temor de la antigua Unión Soviética de que sus depósitos en bancos de los Estados Unidos fueran confiscados o congelados, hasta la conveniencia de evitar el impuesto implícito que representa para los bancos la obligación de mantener unas reservas obligatorias o legales (unos fondos que no pueden prestar de forma rentable).

Efectivamente, desde los años sesenta los llamados **euromercados y transacciones *off-shore*** (que no son sino transacciones de una moneda que tienen lugar fuera del país o jurisdicción a la que pertenece esta moneda; por ejemplo, transacciones de dólares estadounidenses fuera del territorio de Estados Unidos) han experimentado un crecimiento continuo. Incluso si las razones originarias eran evitar regulaciones o controles nacionales, cuando los gobiernos liberalizaron los mercados financieros domésticos y relajaron las regulaciones, los euromercados y transacciones *off-shore* continuaron.

De la misma manera que la existencia de mercados nacionales, como las bolsas, permite que un residente en un país diversifique su cartera y mantenga una pluralidad de acciones, por ejemplo, de diferentes tipos de empresas, la **globalización** de estos mercados internacionales permite la **diversificación internacional de carteras**. Las razones para esta diversificación son, en principio, esencialmente las mismas que existen para diversificar en el ámbito doméstico: singularmente, reducir riesgos.

#### La diversificación

Atendiendo a la aversión al riesgo de las personas la diversificación es un principio básico de la teoría de cartera (que corresponde a la sabiduría popular: "no poner todos los huevos en la misma cesta").

En principio, la ganancia principal de la libre circulación de capitales es esencialmente la mejora en la eficiencia que representa que los recursos financieros se puedan dirigir a los destinos que, por el hecho de ser más productivos, el mercado valora como potencialmente más rentables. Si los mercados globalizados facilitan esto, aportan una contribución positiva.

La figura 7 muestra dos alternativas extremas en la configuración de las relaciones financieras internacionales. A la izquierda, una simple yuxtaposición de sistemas financieros nacionales en los que en cada país el ahorro doméstico solo puede ir a inversión doméstica. A la derecha, un sistema financiero plenamente globalizado que recoge el ahorro mundial, independientemente del lugar de generación, y lo canaliza en las inversiones situadas en todo el mundo.

Esto nos recuerda que la función esencial de cualquier sistema financiero es **canalizar eficientemente el ahorro hacia la inversión**. Y, en lo que concierne a esto, si la economía internacional fuera tan sólo una mera yuxtaposición de diversos mercados financieros nacionales separados, la consecuencia sería que la inversión en cada país estaría limitada por el ahorro doméstico.

La primera configuración –la de la izquierda de la figura 7– sería ineficiente al menos en estos dos casos:

1) un país con elevadas oportunidades de inversión rentable, cuyo aprovechamiento se ve restringido por el limitado ahorro doméstico (en términos de la figura 7,  $S_A < I_A$ );

2) un país con abundante ahorro, pero ya "maduro", en que las oportunidades de inversión rentable son relativamente reducidas (en términos de la figura 7,  $S_B > I_B$ ).

Estas ineficiencias serían superadas si funcionara un verdadero sistema financiero internacional que captara el ahorro mundial, fuera cual fuera el lugar de origen, y lo canalizara en las inversiones más rentables, situadas en cualquier

sitio. Permitiría en países en la situación A complementar el insuficiente ahorro doméstico con financiación exterior, y permitiría ofrecer mejor rentabilidad al ahorro de países como el B.

Por lo tanto, el argumento inicial en favor de la movilidad internacional de los flujos financieros sería la eventual mejora en la captación del ahorro y su canalización hacia las inversiones productivas, superando las ineficiencias mencionadas. Pero esta argumentación encuentra su contrapunto en el registro histórico de situaciones en que el sistema financiero internacional se ha encontrado en situaciones de inestabilidades, fragilidades o crisis, con efectos disruptivos no tan solo en términos económicos o financieros sino también sociales y políticos.

El apartado siguiente introduce las nociones básicas de capacidad y necesidad de financiación, mientras que los dos siguientes (8 y 9) analizan las dos situaciones de riesgos financieros más importantes en las últimas décadas: los desequilibrios externos globales y las crisis financieras de alcance internacional.

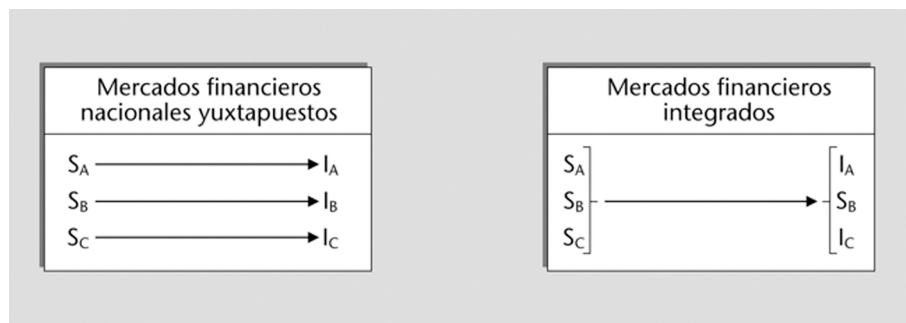


Figura 7. Configuraciones del sistema financiero internacional: dos situaciones extremas



## 7. Capacidad y necesidad de financiación

Como se ha indicado en el apartado anterior, los países –como las familias o las empresas– se pueden encontrar en un período concreto (habitualmente se calcula por años) con situaciones en que su ahorro no coincide con su inversión.

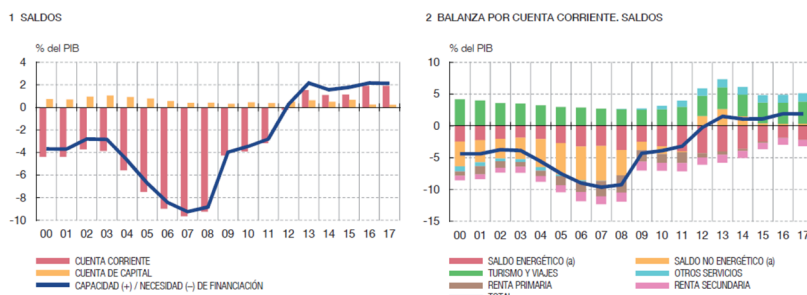
En los casos en que un país dispone de un ahorro nacional que se sitúa por debajo de su inversión doméstica (el caso del país A en el apartado anterior), se dice que el país tiene una **necesidad de financiación** del exterior, *net borrowing* en la expresión inglesa. Cuando el ahorro nacional se sitúa por encima de la inversión interna, se dice que el país tiene **capacidad de financiación** en el resto del mundo, *net lending* en la expresión inglesa.

El papel del sistema financiero internacional sería pues encajar las capacidades de financiación de unos países con las necesidades de financiación de los otros, de forma similar a como el sistema financiero, en general, conecta los ahorros de unos agentes económicos con las demandas de inversiones por parte de otros.

Estos conceptos son centrales en las presentaciones de las balanzas de pagos de acuerdo con los estándares establecidos por el 6º *Manual de Balanza de Pagos* del Fondo Monetario Internacional, que aplican (desde 2014) la mayor parte de países.

La figura 8 muestra la forma en que el Banco de España presenta la Balanza de Pagos española en términos de capacidad/necesidad de financiación con los datos de 2000-2017. La figura muestra la tendencia a incurrir en una dependencia del ahorro extranjero para financiar el crecimiento previo a la crisis –con muchas inversiones en el sector inmobiliario y de la construcción–, llegando a niveles de necesidad de financiación cercanos al 10 % en los años previos a la crisis de 2008, con un posterior enderezamiento asociado a los problemas postcrisis, que ha llevado desde 2013 a lograr una cierta capacidad de financiación.

Figura 8. Capacidad y necesidad de financiación en la economía española



Fuente: Banco de España, "Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España en 2017", mayo de 2018

La necesidad o capacidad de financiación es el resultado de todas las transacciones con el resto del mundo que recoge la balanza de pagos. Las estadísticas de las balanzas de pagos llegan a la necesidad/capacidad de financiación de dos formas. Por un lado, a través de las transacciones que se recogen en la cuenta corriente más la cuenta de capital. Por el otro, recogiendo las transacciones en la cuenta financiera (entradas y salidas de flujos financieros). Aunque dada la complejidad de las operaciones implicadas y una cierta heterogeneidad en las fuentes de información, la calidad de los registros y de los criterios, no son infrecuentes discrepancias entre ambas formas de calcular la capacidad/necesidad de financiación, lo cual da lugar a "errores u omisiones" o simplemente a "discrepancias estadísticas".

El procedimiento es similar a la forma de llevar los registros de una familia o una empresa. Por un lado, se contabilizan los ingresos y los gastos de su actividad. Esto genera cada año un cierto superávit o déficit. Si hay déficit se tiene que financiar de alguna forma (con préstamos, ahorros anteriores, etc.); si hay superávit se pueden incrementar los ahorros, se pueden adquirir activos financieros o reales, etc.

Contribuciones del sector privado y del sector público a la posición de capacidad/necesidad de financiación.

El seguimiento y el análisis de la capacidad o necesidad de financiación de los diferentes países es un ingrediente importante en el estudio de su posicionamiento internacional. Además del dato "agregado", es interesante ver cuáles son las raíces de los valores de este indicador. Una dimensión relevante es la distinción entre el sector público, por un lado, y el sector privado, por el otro (a menudo desagregado en el papel de las economías domésticas o familiares, de las empresas no financieras y del sector financiero). En el caso de la economía española, por ejemplo, es conocido como antes de la crisis de 2008 la necesidad de financiación provenía sobre todo del sector privado (con el sector público incluso con algún año de superávit), mientras que después de la crisis han sido los déficits públicos la principal fuente de la "necesidad de financiación", mientras que el sector privado generaba excedentes.

### 7.1. Agregados macroeconómicos y capacidad/necesidad de financiación de los países

Una forma pedagógica de conectar la capacidad/necesidad de financiación con el comportamiento de los diferentes sectores de la economía es a partir de la condición de equilibrio del flujo circular de la renta, según la cual, en una economía abierta, el conjunto de las “entradas” –inversión privada (I), gasto público (G) y exportaciones (X)– tiene que igualar el conjunto de las “salidas”: ahorro (S), impuestos (T) e importaciones (M).

La expresión  $I + G + X = S + T + M$  se puede reescribir en varios formatos útiles.

Un formato, adecuado para países con necesidad de financiación, sería:

$$M - X = (I - S) + (G - T).$$

El término  $(I - S)$  refleja la inversión privada no financiada por ahorro privado, mientras que  $(G - T)$  hace referencia al gasto público no financiado mediante impuestos (lo cual aproxima la necesidad de financiación del sector público). Por su parte,  $(M - X)$  aproxima el déficit por cuenta corriente del país que necesita financiación. Por lo tanto, esta expresión nos indica que la necesidad de financiación del conjunto de la economía es la contrapartida de las necesidades de financiación de los sectores privado y público.

Otra forma de escribir la condición de equilibrio de la renta sería:

$$X - M = (S - I) + (T - G)$$

Que se interpreta en términos que la capacidad de financiación de los sectores privado  $(S - I)$  y público  $(T - G)$  se traduce en un superávit exterior que permite capacidad de financiación en el conjunto del país.

Naturalmente, varias combinaciones de las formas de expresar esta condición de equilibrio se pueden aplicar a situaciones en que uno de los sectores tiene superávit y el otro déficit. Hay situaciones, como la reciente en España, en que el sector privado tiene excedente  $(S > I)$ , mientras el público tiene déficit  $(G > T)$ , y se genera capacidad de financiación si el primero supera al segundo.

A veces se usa la expresión “déficits gemelos” para reflejar la situación en que el sector privado se encuentra cercano al equilibrio  $(S = I)$  y entonces los déficits públicos se traducen en déficit exterior. Y si el sector público estuviera en equilibrio, entonces una insuficiencia de ahorro privado nacional (para financiar la inversión privada) llevaría a una necesidad de financiación exterior.

Estas expresiones suministran un punto de partida relevante para acercarnos a la situación de las finanzas internacionales de los diferentes países.

El seguimiento a escala global de las capacidades/necesidades de financiación de los diferentes países llevó desde principios del siglo XXI a unas pautas históricamente novedosas, por su magnitud y la composición geopolítica de los países con capacidad y de los que tenían necesidad de financiación, que ha dado lugar a los debates sobre los “desequilibrios externos globales”, que se analizan en el apartado siguiente.

## 8. Desequilibrios externos globales

Desde principios del siglo XXI apareció un nuevo debate en la economía financiera internacional, derivado del hecho de que algunos países, especialmente los Estados Unidos, presentan unos datos de déficits exteriores (que “necesitaban financiación”) importantes en perspectiva histórica. En 2006 el desequilibrio exterior de los Estados Unidos era del 6,5 % de su PIB –y un 1,5 % del PIB mundial–, mientras que presentaban superávits notables países como China, algunos exportadores de petróleo y materias primas, y Japón. También otros países desarrollados, como España (y otros del sur de Europa), el Reino Unido o Australia, tenían entonces déficits exteriores notables.

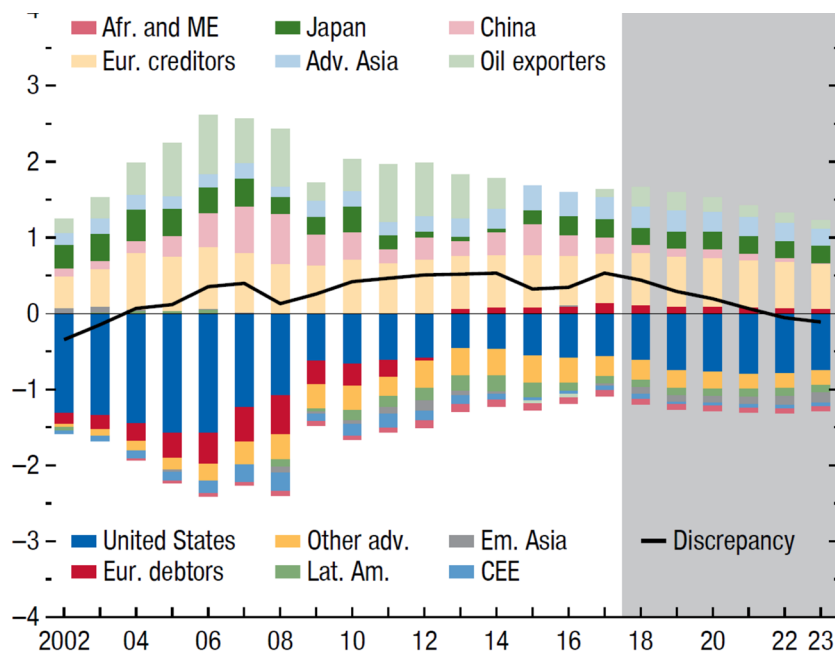
Estos desequilibrios externos han sido objeto de polémica. Para algunos se trata sencillamente de un efecto colateral de la mayor movilidad de capitales y un resultado de equilibrio basado en la confianza y capacidad de atraer ahorro exterior de la economía norteamericana y otros países. Otros expresan su preocupación en una futura pérdida de confianza que podría llevar a escenarios de crisis financieras en países desarrollados con repercusiones graves a escala global.

### 8.1. Desequilibrios externos: economía y política

Como ya sabemos, los países, como las familias y las empresas, pueden tener superávits o déficits exteriores (capacidad o necesidad de financiación), puesto que es frecuente que los ingresos de un periodo (por ejemplo, un año) no igualen exactamente los gastos. El sistema financiero tiene entre sus tareas cubrir estos desequilibrios transitorios, canalizando los excedentes de unos hacia las necesidades de los otros. Pero cuando estos desequilibrios dejan de ser transitorios aparecen los problemas de su sostenibilidad. ¿Hay límites en la capacidad de tener posiciones deficitarias persistentes? ¿Qué mecanismos se pueden poner en marcha cuando se llega a límites considerados delicados?

Desde la primera década del siglo XXI, la cuestión de los desequilibrios externos vuelve al centro de los debates a la vista del incremento en su magnitud agregada. La figura 9 muestra la evolución desde principios del siglo XXI de estos desequilibrios y evidencia el incremento hasta máximos justo antes de la crisis de 2008, con una cierta moderación posterior asociada a la caída de la actividad, y con dudas sobre la reanudación de los desequilibrios en los escenarios postcrisis.

Figura 9. Desequilibrios externos globales: datos y proyecciones del FMI como porcentajes del PIB mundial



Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2018

Pero las señales de alarma que los desequilibrios externos han generado se deben no solo a su magnitud, sino también a su composición. Los datos de la figura 9 muestran como el país con más necesidad de financiación pasa a ser Estados Unidos, seguido por otras economías avanzadas (España en segunda posición entre 2006 y 2009, y con el Reino Unido, Italia, Australia y Grecia en lugares destacados). Y por el contrario, los países con capacidad de financiación pasan a estar encabezados por China en 2006, con Alemania y Japón (dos economías avanzadas con tradicionales posiciones superavitarias) a continuación, así como un peso creciente de los países exportadores de petróleo especialmente en los momentos en que su precio se situaba en niveles elevados. También hay que destacar que dentro de la zona euro había países con elevados superávits y otros con importantes déficits, lo cual, como se ampliará en el módulo 3, provocó tensiones internas en el ámbito de la moneda compartida.

Después de la crisis se han moderado los desequilibrios pero no han regresado a los niveles que tenían a finales del siglo XX. En cuanto a los países superavitarios es ahora (entre 2013 y 2017) Alemania quien encabeza el ranking, con China en una posición más cercana al equilibrio, resultado de su deliberado “cambio de modelo” más orientado a priorizar la demanda interna. Los países del sur de Europa han reducido drásticamente los déficits (incluso en algún caso, como Italia y España, que tenían en 2017 superávit) y aparecen algunas economías emergentes (como India, Brasil o Turquía) entre las que captan más financiación externa. La posición de los exportadores de petróleo sigue las fluctuaciones de los precios de las *commodities* que exportan.

En conjunto, pues, fueron principalmente economías avanzadas las que fueron acumulando déficits, mientras que eran principalmente potencias emergentes comerciales y exportadores de petróleo los nuevos grandes acreedores de la economía mundial. En particular, la posición de los Estados Unidos al frente de los “importadores limpios de capitales” y de China al frente de los “exportadores limpios de capitales” son, con los matices que se comentan en los párrafos siguientes, difíciles de separar de pugnas tanto o más políticas que económicas. Las lecturas geopolíticas de los desequilibrios se añaden en los debates sobre la deseabilidad y sostenibilidad de estos desequilibrios.

### **¿Desequilibrios buenos o malos?**

Como ya se ha indicado, cuando los desequilibrios exteriores tienen la raíz en el acceso a financiación exterior para oportunidades de inversión productiva en países con insuficiente ahorro doméstico, o bien en oportunidades de inversiones al exterior con perspectivas de rentabilidad más interesantes para un volumen elevado de ahorro doméstico, el sistema financiero internacional contribuye a la asignación eficiente del ahorro mundial en la inversión mundial y supone, por lo tanto, unas ganancias que legitiman el papel del sistema financiero internacional.

Pero también se pueden producir desequilibrios por otras razones no tan positivas, sino que responden a distorsiones o perturbaciones negativas. Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) sistematizaron algunas de estas causas más problemáticas, que van desde mecanismos que pueden hacer que el ahorro doméstico sea anormalmente bajo (por una confianza excesiva en revalorizaciones de otros activos como los inmobiliarios o los financieros más allá de criterios razonables de sostenibilidad) o que se deriven recursos a inversiones no productivas, etc. Los mismos autores apuntan que los desequilibrios iniciados a finales del siglo xx y principios del XXI pueden haber tenido en una primera etapa una razón sólida en las perspectivas de rentabilidad de la economía de los Estados Unidos (auge de las actividades tecnológicas puntocom, etc.) en comparación con unas economías asiáticas negativamente afectadas por la crisis de 1997-1998, pero que posteriormente habrían aparecido factores menos sólidos –excesos crediticios y de endeudamiento– con más ingredientes de inestabilidad y fragilidad.

## **8.2. Explicaciones de los desequilibrios externos**

Comentamos a continuación algunas de las explicaciones de los desequilibrios externos más relevantes, no solo en términos de más potencial explicativo del pasado, sino también con más perspectivas de interés de cara al futuro:

### **1) Sobreabundancia global de ahorros**

En 2005, poco antes de ser nombrado presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke acuñó la expresión sobreabundancia global de ahorros (*global savings glut*) para poner en relieve el hecho de que si los Estados Unidos podían mantener un elevado ritmo inversor a pesar de su decreciente ahorro era porque otras economías del mundo estaban dispuestas a transferir sus excedentes de ahorro a la economía norteamericana. Y añadía que factores como la elevación de los precios del petróleo y las estrategias de superávits comerciales de las potencias asiáticas emergentes habían hecho que a escala global el ahorro se convirtiera en una “mercancía” más abundante y, por lo tanto, más

barata, lo cual daba lugar a tipos de interés relativamente bajos de los que se beneficiaban los países con insuficiente ahorro doméstico, como los Estados Unidos, España, el Reino Unido y otros.

Ha sido objeto de debate hasta qué punto la disponibilidad de ahorro exterior abundante y barato hizo que las economías con insuficiente ahorro nacional no pusieran en marcha políticas respecto a este hecho, “anestesiando” así los mecanismos de ajuste. Y también se argumenta que los tipos de interés “artificialmente” bajos pueden haber contribuido, por un lado, a percibir como rentables determinadas inversiones, y por el otro, pueden haber fomentado una “propensión al riesgo” que coadyuvó la asunción de proyectos con riesgos no siempre muy calculados ni supervisados.

## 2) Bretton Woods II

Otros planteamientos destacan que los desequilibrios exteriores, sobre todo entre los Estados Unidos y China, merecerían esta denominación solo contablemente, pero que habría buenas razones para hablar de una complementariedad de intereses entre ambas economías que justificaría una interpretación más complaciente –y menos preocupante– de los desequilibrios. Una formulación que ha recibido una creciente atención es la de Dooley y otros (2009), según la cual la prioridad estratégica de China habría sido en las últimas décadas una modernización basada en incorporar centenares de millones de personas a tareas de más elevada productividad en las provincias costeras, destino de inversiones extranjeras de sofisticación creciente. Las exportaciones de los productos así generados se habrían visto facilitadas por un tipo de cambio de la moneda china infravalorado que reforzaba la competitividad basada en bajos costes laborales. Las inversiones extranjeras y una tolerancia hacia la infravaloración del renminbi chino serían las contribuciones de los Estados Unidos a la estrategia china, con la contrapartida de una llegada creciente en los Estados Unidos de los ahorros excedentes procedentes de China y que complementarían un ahorro norteamericano cada vez más insuficiente.

Este enfoque recibió la denominación de Bretton Woods II, puesto que, según sus defensores, la situación entre los Estados Unidos y China descrita sería similar a la complementariedad de intereses entre los Estados Unidos y Europa, que habría emergido después de la Segunda Guerra Mundial, en la fase inicial del sistema de Bretton Woods, cuando exportar a los mercados norteamericanos a tipos de cambio razonables se convirtió en un motor dinamizador de las economías europeas, junto con la llegada al viejo continente de inversiones de multinacionales con base en los Estados Unidos.

Una implicación importante de este enfoque radica en sostener que esta complementariedad de intereses no se habría visto sustancialmente afectada por la crisis financiera de finales de la primera década del siglo XXI, sino que podría tener continuidad. Los desequilibrios exteriores, según este planteamiento, no habrían sido un factor causal relevante de la crisis –sino que se atribuye la



responsabilidad a los excesos de los sistemas financieros occidentales– y esto explicaría las tendencias hacia su reaparición en la segunda década del siglo XXI, algo que algunos denominan Bretton Woods II bis o Bretton Woods 2.1. Pero otras interpretaciones consideran que esta complacencia con los desequilibrios exteriores puede ser excesiva.

Algunos de los escenarios de futuro de la economía global toman como referencia esta terminología. Así, se habla de un formato Bretton Woods III para referirse a una reformulación de los desequilibrios, pero ahora con la deuda pública de las economías avanzadas –incrementado notablemente por los planes de rescate y estímulo para hacer frente a la crisis de finales de la primera década del siglo XXI– en lugar del endeudamiento privado.

### 3) Demanda de activos de calidad

¿Por qué las economías con excedentes de ahorro estaban tan dispuestas a cederlo a otros países como principalmente los Estados Unidos, y a tipos de interés aparentemente bajos? La respuesta que da el enfoque del profesor del MIT Ricardo Caballero a esta importante pregunta hace referencia a la percepción de elevada calidad que tenían los activos financieros emitidos en los Estados Unidos, y que los convertía en el destino más valorado de los recursos que buscaban “activos seguros”.

Tanto los títulos emitidos por el sector público –bonos del Tesoro USA, etc.– como por algunas entidades con garantías explícitas o implícitas de los poderes públicos –como las sociedades hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac técnicamente privadas pero con apoyo público– y algunas entidades privadas percibidas como de máxima solvencia, habrían constituido los activos demandados por los países superavitarios, incluso en alguna medida priorizando esta seguridad o calidad por encima del tipo de rendimiento. Caballero se refiere a como la gran demanda de estos **activos de alta calidad** habría superado la oferta que razonablemente se podía generar, y habría creado incentivos en proveer lo que denomina “una oferta sintética de activos con la calificación AAA” –con la complicidad de las agencias de rating–, que finalmente se evidenció que no merecían esta valoración.

Este enfoque plantea interrogantes importantes de futuro. ¿Cómo se verá afectada por la crisis financiera iniciada en 2007-2008 la percepción de “máxima solvencia” de los activos de los Estados Unidos, especialmente los emitidos por el sistema financiero? En el supuesto de que se vea reducida esta percepción y la subsiguiente confianza de los inversores internacionales, ¿qué otros activos pueden emerger como sustitutivos para dar respuesta a la demanda de los segmentos de inversores que quieren la máxima calidad en los activos en los que colocan sus recursos? ¿Serían, en su caso, activos generados en otros lugares del mundo, o *commodities* o materias primas, monedas electrónicas...? En el módulo 4 volveremos sobre este tema.

## Dark matter

Una provocativa interpretación de los desequilibrios externos, sobre todo entre China y los Estados Unidos, ha sido la llamada *dark matter* –planteada por R. Hausmann y F. Sturzenegger–, según la cual hay serias deficiencias en los criterios contables de elaboración de la balanza de pagos referidas sobre todo a servicios y flujos financieros. Según esta interpretación, hay componentes “intangibles” e “invisibles” (*dark matter*) asociados, por ejemplo, a la diferente tipología entre las inversiones de los Estados Unidos en el extranjero y las extranjeras en los Estados Unidos. Los autores mencionados proponen una revisión de las estadísticas partiendo de la rentabilidad de las inversiones más que de su importe nominal para concluir, provocativamente, que realmente los saldos entre los Estados Unidos y China son muy cercanos al equilibrio. Probablemente hay un elemento de “provocación”, pero también es cierto que los criterios estadísticos son mejorables.

Una cuestión a seguir con atención es la evolución de los desequilibrios externos globales en el futuro. Aunque las propuestas formales del G20 van en la línea de reducir los desequilibrios, también se apuntan indicios que una recuperación eventual puede llevar al regreso de los desequilibrios a una mayor magnitud, con los elementos de fragilidad que según algunas de las interpretaciones mencionadas esto puede implicar para el futuro de la economía mundial.

## 9. Crisis financieras internacionales

En otoño de 2008 estalló una crisis financiera que llevó a la economía mundial a una situación muy delicada. La quiebra de Lehman Brothers, una de las entidades financieras más importantes de los Estados Unidos y del sistema financiero mundial, llevó a una situación de incertidumbre en el sistema financiero, con impactos inmediatos sobre la actividad económica real: las contracciones del consumo y de la inversión privada fueron notables. En 2009 la economía mundial experimentó una tasa de crecimiento negativa por primera vez en mucho tiempo. En el momento de redactar este texto (otoño de 2018) se discutía hasta qué punto se había recuperado la economía mundial –y la de cada país– de los impactos de la crisis y también si se habían aprendido –o no– las lecciones de las causas que la provocaron para intentar minimizar los riesgos de un nuevo bache.

Es cierto que las crisis graves acostumbran a tener causas complejas, pero la dimensión financiera fue especialmente relevante en el camino hacia los problemas que estallaron en 2008. Y las comparaciones históricas muestran que cuando la causa de una recesión es un fallo en el principal mecanismo de las finanzas, entonces la duración y magnitud de la crisis tiende a ser más grave que cuando la recesión tiene otras causas, y también que la recuperación posterior tiende a ser más lenta. No se trata simplemente, para usar una conocida expresión, de que se haya “apagado la luz” y haya que reiniciar la operativa del sistema, sino que el legado de la crisis –tanto en términos de deudas acumuladas como de fricciones sociopolíticas– requiere una ardua tarea de endeudamiento que necesita tiempo y esfuerzos.

Hay ciertas características comunes a las crisis financieras, principalmente los excesos en la concesión de créditos por parte de las entidades financieras y el correlativo exceso de endeudamiento por parte de muchos actores de la economía (empresas, familias, etc.). En un artículo ampliamente citado, publicado en 1933, Irving Fisher, profesor en la Universidad de Yale, ya había documentado que las crisis financieras graves tenían en común el sobreendeudamiento (*overborrowing*), correlativo a una excesiva concesión de créditos (*lending boom*) por parte de las entidades financieras. Fisher también resumió la secuencia de acontecimientos que llevaban de un optimismo inicial asociado a un clima de prosperidad, con subidas de los precios de los activos –inmobiliarios y bursátiles, entre otros– hasta un clima de euforia que llevaba a minimizar las evaluaciones de riesgos, a financiar proyectos de dudosa rentabilidad –en las palabras de Fisher: “la moda de promociones insensatas aprovechando la adaptación del público a grandes expectativas”–, acabando a veces en

### De Wall Street a Main Street

La transmisión de los problemas financieros a la economía real se resume en la expresión “De Wall Street a Main Street”: Wall Street es la calle emblemática del corazón financiero de Nueva York, y Main Street es la denominación tradicional del lugar de la actividad comercial y de negocios del común de la gente.

excesos y abusos, de nuevo en las palabras de Fisher: “casos de fraude absoluto que aprovechan la credulidad de parte del público”. En un libro publicado en 2009, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff documentaban las experiencias de crisis financieras a lo largo de la historia con el subtítulo de “Ocho siglos de locura financiera”.

Si las crisis financieras no son un fenómeno nuevo, ¿por qué la crisis que estalló en 2008 fue tan inesperada? ¿Por qué se permitió que se llegara tan lejos en algunas dinámicas que la historia mostraba que eran insostenibles? La respuesta radica en una conocida expresión que da título al libro de Reinhart y Rogoff: *This Time is Different*, esta vez es diferente. Esta expresión se convierte en la respuesta a cualquier insinuación de que se está repitiendo un camino que lleva a peligrosas fragilidades. El clima de optimismo y euforia hace que las advertencias sean ignoradas o menospreciadas.

En 2005 el entonces economista jefe del FMI, Raghuram Rajan, presentó una ponencia en el simposio de Jackson Hole (un encuentro emblemático del mundo financiero que tiene lugar a finales de agosto) bajo el título “¿Ha convertido el desarrollo financiero al mundo en un lugar con más riesgo?”, en que, reconociendo el crecimiento de principios del siglo XXI, apuntaba sus dudas sobre elementos de fragilidad en los balances de unas entidades financieras que quizás estarían yendo demasiado lejos en la asunción de riesgos, usando instrumentos financieros quizá no tan sólidos como se pensaba. Las reacciones a sus advertencias fueron de rechazo. En julio de 2007, un alto ejecutivo de una muy importante entidad financiera describía la situación de euforia que hacía difícil enderezar la dinámica de excesos usando el símil de “mientras la música suene, tienes que seguir de pie y bailar”, aunque reconocía que “cuando la música pare las cosas serán complicadas” (en 2013 el profesor Alan Blinder tituló su libro sobre la crisis precisamente *Cuando la música paró*).

En abril de 2008 el Fondo Monetario Internacional incluyó en uno de sus informes semestrales más importante, el Informe sobre Estabilidad Financiera Global, unos análisis sobre los datos de impagos de los créditos hipotecarios en los Estados Unidos, evidenciando cómo desde 2003 se estaba produciendo un sistemático incremento en los porcentajes de morosidad que tendrían que haber llevado a una reconsideración de los criterios con los cuales las entidades financieras estaban evaluando los riesgos de los proyectos a los que otorgaban financiación. Como ha señalado el premio Nobel Joseph Stiglitz, además del clima de euforia, también puede tener un papel explicativo el sistema de incentivos a las entidades financieras, que vinculaban retribuciones complementarias –bonos– a responsables de tomar decisiones en función de los productos financieros (hipotecas, etc.) que “colocaban”. Esto daba lugar a un problema de lo que se denomina “riesgo moral” (*moral hazard*), en que los sistemas de incentivos tienden a generar un comportamiento excesivamente

#### Herding

Esta presión para seguir el comportamiento colectivo es un ejemplo de los llamados comportamientos de rebaño, *herding* en la expresión inglesa: disenter de la línea general se hace difícil...

#### Crédito y endeudamiento

Si los excesos tanto en la concesión de crédito como en el endeudamiento son dos de las características principales del camino hacia las crisis, también lo son los duros ajustes posteriores, tanto en el retroceso del crédito –cierre del grifo del crédito, para usar una expresión no muy científica pero sí muy descriptiva–, como en la necesidad de procesos de desendeudamiento que son largos y costosos.

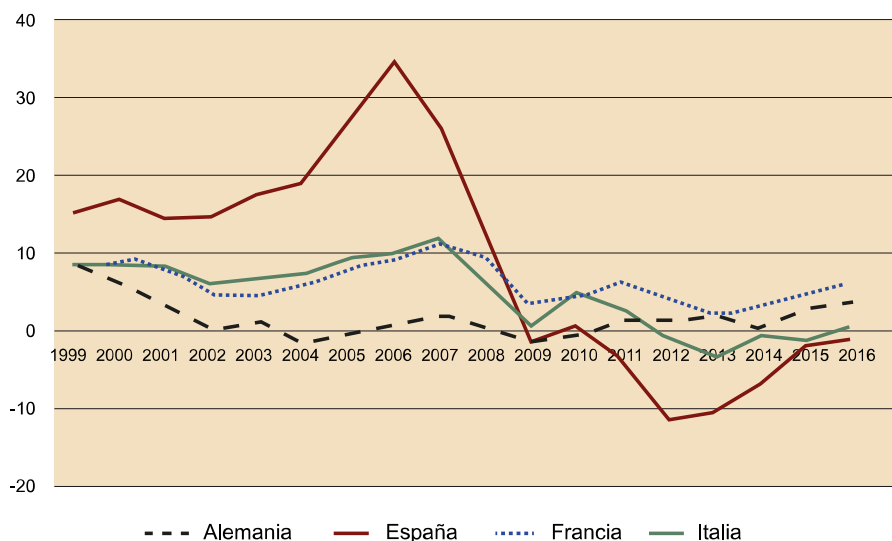
arriesgado (y por eso una de las vías de reforma ha sido condicionar la percepción de los bonos al transcurso de un periodo de tiempo en que las hipotecas concedidas se hayan devuelto sin incumplimientos).

### 9.1. ¿Qué pasa con el crédito?

La figura 10 muestra la evolución del crédito en algunas economías europeas desde principios del siglo XXI. La contraposición entre las elevadas tasas de crecimiento en los años anteriores a 2008-2009 y el movimiento del péndulo en sentido opuesto con posterioridad a la crisis es muy notable. De hecho, esta “avería” en el papel central del sistema financiero –que como se ha visto desde el principio de este módulo es la canalización del ahorro hacia las inversiones productivas– es una de las características que explica que las salidas de las crisis financieras encuentren más dificultades que otros tipos de dificultades económicas. Cuando se disipa la euforia y se hacen evidentes en los balances de las entidades financieras los “agujeros” generados por los impagos de un porcentaje significativo de los créditos (inadecuadamente) concedidos, los recursos de estas entidades –incluidos los que se reciben en muchas ocasiones de rescates hechos con dinero público– cubrirán estos agujeros, demasiado a menudo en detrimento de la concesión de créditos a proyectos. Una de las dificultades de los tiempos posteriores a la crisis es que se insiste acertadamente en la necesidad de sustituir las fuentes de actividad anteriores a la crisis –como en nuestro entorno, el sector inmobiliario y de la construcción– por nuevas fuentes de generación de riqueza y ocupación, y se habla de la necesidad de un **cambio de modelo productivo**, pero al mismo tiempo aumentan las dificultades para obtener financiación para nuevas iniciativas que podrían ir en este sentido.

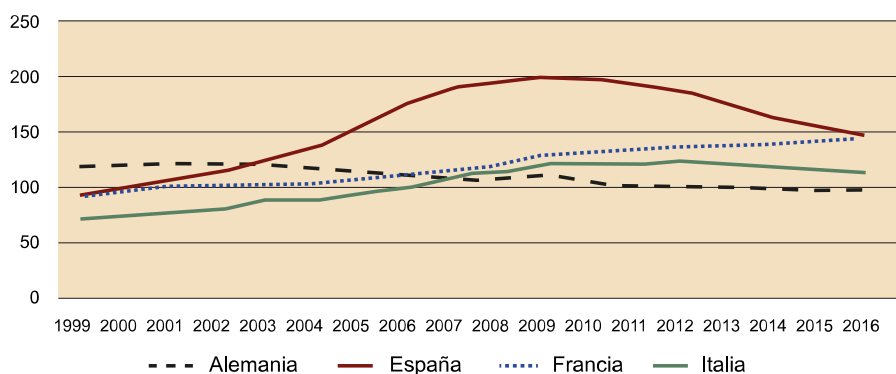
Atendido el papel central de las dinámicas de crédito y endeudamiento, en el mecanismo europeo relativo a desequilibrios macroeconómicos, PDM/MIP, ya comentado en el módulo anterior y en apartados anteriores de este módulo, se incluyen entre los indicadores principales de seguimiento algunos relacionados. Uno de ellos, el flujo de crédito al sector privado (expresado como porcentaje del PIB), enciende la señal de alarma cuando supera el 14 % anual. La figura 10 muestra el valor de estos indicadores para los cuatro países grandes de la zona euro. Los datos evidencian como en el caso de la economía española entre 1999 y 2007 se superó este umbral del 14 %, con un máximo del 35 % en 2006, año en que doce de los estados miembros de la UE estaban por encima del 14 %, aunque no los otros países de más dimensión. La figura también recoge como después del estallido de la crisis, el péndulo fue en sentido opuesto, especialmente también en España, con el cierre del grifo del crédito que añadió dificultades a la gestión de la recuperación.

Figura 10. Flujo de crédito hacia el sector privado: variación porcentual en los países grandes de la zona euro 1999-2016



Fuente: elaborado a partir de datos de Eurostat (agosto de 2018)

Figura 11. Endeudamiento privado como porcentaje del PIB en los países grandes de la zona euro 1999-2016



Fuente: elaborado a partir de datos de Eurostat (agosto de 2018)

## 9.2. ¿Qué pasa con el endeudamiento?

Otro de los indicadores que usa el PDM/MIP es el endeudamiento del sector privado, expresado en términos de porcentaje del PIB. El valor-umbral de referencia se sitúa en el 133 % del PIB. La figura 11 muestra la evolución de este indicador para los cuatro países de más dimensión de la zona euro.

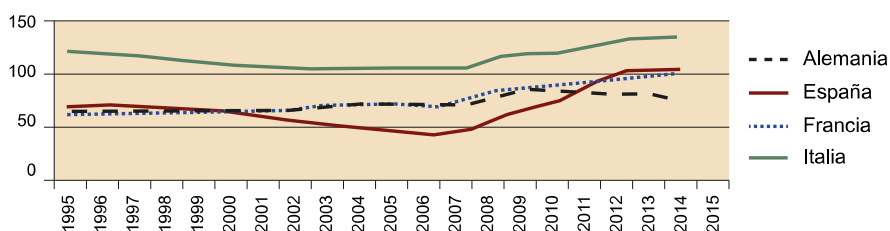
Con los datos referidos en 2016, casi la mitad de los países de la UE (12) superaban este umbral, entre ellos España (146,7 %) y Francia (146,9 %), pero también otros como los Países Bajos (221,5 %), Dinamarca (210,7 %) o Suecia (188,5 %). Un tema de interés es el proceso de desendeudamiento, que requiere generar excedente para devolver la deuda y/o generar crecimiento para reducir el numerador de la ratio deuda-privada/PIB. Estos factores han contribuido de forma diferente a la evolución de esta ratio en cada país. La economía española ha reducido la ratio desde el valor máximo del 201,4 % en

2009 hasta el 146 % de 2016. En cambio, durante el mismo periodo, Francia ha incrementado desde 130 a 146, mostrando más problemas para enderezar el endeudamiento.

Cuando la crisis de 2008 evidenció las fragilidades de las economías, los poderes públicos asumieron compromisos de ir al rescate, lo cual se tradujo en aumento de los déficits y del endeudamiento público. En la UE el seguimiento de los déficits públicos merece atención especial (Procedimiento de Déficit Excesivo, como se verá en el módulo 3) y a los indicadores PDM/MIP se incluye el valor del endeudamiento público, con un umbral de referencia del 60 % del PIB, que enlaza con el criterio para acceder al euro que se impuso en el Tratado de Maastricht.

La figura 12 muestra la evolución de este indicador para los cuatro países grandes de la zona euro. En el caso de España, que al inicio del euro en 1999 lograba un valor del 60,9 %, el crecimiento previo a la crisis lo permitió bajar hasta el 35,5 % en 2007, antes de que la crisis devolviera la cifra por encima del 60 % en 2010, situándose en el 99 % del PIB en 2016. Con las cifras de este año eran dieciséis los estados miembros de la UE que superaban el umbral del 60 %.

Figura 12. Endeudamiento del sector público: datos como porcentajes de los respectivos PIB nacionales

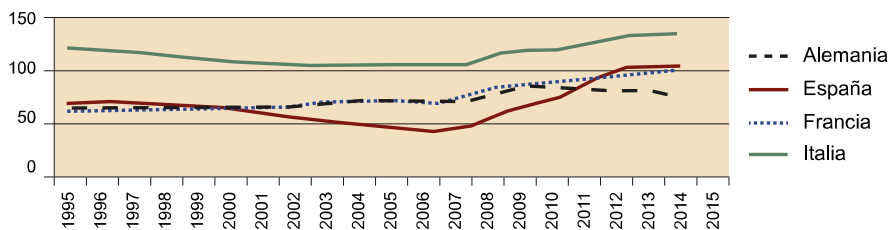


Fuente: elaborado a partir de datos de Eurostat (12 de abril de 2015)

### 9.3. ¿Siguen los problemas de endeudamiento?

A la vista del papel de los endeudamientos como factor de fragilidad, el seguimiento de su comportamiento está recibiendo mucha atención. Además de los indicadores que se acaban de comentar, referidos a la UE, a escala global varias instituciones –y de forma destacada el Banco Internacional de Pago (BIS, en siglas inglesas) con sede en Basilea– presentan los datos expresando inquietudes. La figura 13 recoge una síntesis de ello: muestra cómo ha evolucionado entre 2007 y 2017 el endeudamiento total –suma del privado (familias y empresas) y del público– en el conjunto de la economía mundial, diferenciando entre economías avanzadas y emergentes.

Figura 13. Evolución del endeudamiento global 2007-2017



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS), Anual Economic Report, junio de 2018

Tal como refleja la figura 13, la ratio de endeudamiento global (como porcentaje del PIB) habría pasado del nivel 179 en 2007 al nivel 217 en 2017. En el conjunto de las economías avanzadas se habría reducido, pero el aumento en las economías emergentes –especialmente pero no exclusivamente en China– habría sido importante, generando dudas y recelos sobre si el conjunto de la economía mundial todavía se encontraría “sentada sobre una montaña de deuda”, con las fragilidades que la historia tiende a asociar con situaciones como esta. El seguimiento de esta problemática, incluidos el reconocimiento (o no) de su gravedad y la adopción (o no) de medidas correctoras, merecerá atención continuada.



## 10. Interdependencias y coordinación: algunas lecciones de la historia: del G3 al G20

Como ya se indicó en el apartado 4, a finales de los setenta los problemas de la economía mundial no parecían solucionarse de forma automática con la adopción de tipos de cambio flexibles. Tuvo una oportunidad una formulación que planteaba el papel de la cooperación/coordinación internacional.

La Cumbre de Bonn entre Estados Unidos, Japón y Alemania (el denominado Grupo de los Tres, G-3), en 1978, es el principal resultado. Las "recetas" de la Cumbre tenían sentido económico: **expansión** en Alemania, **liberalización comercial** en Japón y **precios realistas** de la energía en Estados Unidos, que habían subvencionado el uso de la gasolina. Pero también contenían claramente medidas que, por motivos de política interna, algunos gobernantes habrían tenido dificultades para imponer a los países, y para las cuales un acuerdo internacional era la coartada perfecta. El presidente Carter estaba en una posición débil, y Helmut Schmidt tampoco estaba libre de problemas.

Estas debilidades políticas internas de los líderes que suscriben los acuerdos de coordinación constituyen una hipoteca, uno de los problemas básicos de acuerdos de coordinación.

Por otra parte, las turbulencias de los setenta hundieron el Plan Werner, que preveía una moneda única en Europa en 1980. Las experiencias de flotación coordinada de las principales monedas europeas, en lo que se calificó de "serpiente monetaria" fueron otra prueba de las dificultades para la coordinación. En las postrimerías de los setenta otra iniciativa del canciller federal alemán Schmidt, junto con el presidente francés Giscard d'Estaing, pone en marcha un proyecto más ambicioso de coordinación cambiaria en el marco de la Comunidad Europea: se trata de un proyecto que se aprueba en 1978 (el mismo año de la Cumbre de Bonn) para poner en marcha un Sistema Monetario Europeo.

El mensaje de la Cumbre de Bonn, a pesar de su sensatez, duró poco. Se vio sobrepasado por cambios en las circunstancias económicas y en el entorno político.

En el terreno económico, el segundo choque del petróleo (1979-1980) supone un nuevo choque de oferta. En el terreno político tienen lugar, entre 1979 y principios de los ochenta, no solamente cambios de gobierno sino también de poder. En el ámbito político se suceden una serie de relevos, en 1979 llega al gobierno del Reino Unido Margaret Thatcher; en 1980 es elegido en Estados Unidos Ronald Reagan; en 1981, en Francia, François Mitterrand, y en 1982,

### Ved también

En el módulo 3 "Interacción monetaria" hablaremos más específicamente de este tema.

### Liberalismo económico

El tono de los cambios políticos, con la excepción de Francia, es de liberalismo económico.

en la República Federal de Alemania, se produce un relevo del socialdemócrata SPD por el democristiano CDU como socio del liberal FDP, encabezados por el canciller Helmut Kohl.

No menos importantes son los cambios en el poder económico: en 1979 Paul Volcker, el nuevo presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, pone en marcha una política antiinflacionaria a ultranza (lo que se ha llamado "el experimento monetarista 1979-1982", y el Bundesbank ve crecer su influencia ante la confusión del mapa político en Alemania.

La nueva ortodoxia que resultó de estos cambios tenía una peculiar concepción de la coordinación. Se limitaba a "arreglar su propia casa", a "imitar lo que hacemos nosotros".

No era sólo un consejo: con un grado elevado de movilidad de capital funciona "el imperialismo" de las políticas restrictivas; si en un país (Alemania) la política antiinflacionaria comporta tipos de interés elevados y en otro país una política más expansiva conduce a tipos de interés bajos (Francia), los flujos de capitales tenderán a abandonar el segundo país y acudir al primero, de manera que la libre circulación de capitales a corto plazo refuerza las políticas contractivas e hipoteca las expansivas, como aprendió el primer gobierno Mitterrand, que además se encontró con la restricción que comportaba el recién creado SME para la autonomía de la política monetaria. Como hemos visto anteriormente otra manifestación del cuarteto inconsistente.

El predominio de las políticas monetarias contractivas en algunos de los países más importantes comportó **tipos de interés muy elevados**. Aparte de la recesión "deliberada" que eso significó para los países industrializados, estos tipos de interés significaron para los países en desarrollo un incremento muy sustancial de la carga de la deuda (que tenía tipos de interés flotantes, es decir, vinculados a la evolución de los tipos en los principales centros financieros). La suspensión de la devolución de la deuda y sus intereses por parte de México, en agosto de 1982, abrió una nueva etapa.

**El aumento del tipo de cambio del dólar** entre 1980 y 1984 fue considerado por la administración Reagan como "la bendición" de los mercados financieros. Ya hemos explicado cómo contribuyó a reducir la inflación en Estados Unidos. Pero sus efectos negativos también acabaron haciéndose muy visibles, empezando por la **pérdida de competitividad** de los productos norteamericanos. Las empresas norteamericanas vieron dificultadas sus exportaciones, incluso en el mismo mercado interior de Estados Unidos los productos japoneses y europeos entraban masivamente a precios baratos (gracias a la sobrevaloración del dólar y a la correspondiente infravaloración del yen y de las monedas europeas) y desplazaban a los norteamericanos. Se empezó a hablar de la desindustrialización de América, y se levantaron voces pidiendo protección **para la industria de Estados Unidos**.

#### Canal tipo de cambio-precios

El país con una política más contractiva podía obtener un beneficio adicional antiinflacionario mediante la apreciación de su moneda: es el canal tipo de cambio-precios (apartado 9 del módulo 1). Contribuyó en Estados Unidos a reducir la inflación, mediante la exportación de la inflación al resto del mundo. Al final de los sesenta, Estados Unidos exportan la inflación por vía de los tipos fijos; al comienzo de los ochenta, por vía de los tipos flexibles. La inflación transmitida a Europa contribuyó a "la euroesclerosis" y al clima "de europesimismo" de la época.

Este neoproteccionismo no asume solamente los argumentos clásicos, sino que incorpora las consideraciones estratégicas que se asocian a los nuevos enfoques del comercio internacional.

Por otra parte, la administración del segundo mandato de Reagan era consciente de que el dólar estaba sobrevalorado (podía estar en una burbuja especulativa) y que tarde o temprano tenía que volver a niveles más razonables. El temor que eso se produjera bruscamente, por una repentina pérdida de confianza en los mercados internacionales que llevara a un hundimiento en días u horas de un 30 % o de un 40 % del valor del dólar, configuraba un escenario "de aterrizaje duro" (*hard landing*) que nadie quería.

El resultado es que en 1985 se despolvió la idea de **cooperación internacional** para evitar la situación que podría significar el marasmo financiero de la caída en picado del dólar junto con un rebrote del proteccionismo.

### 10.1. Coordinación internacional: sus limitaciones

Las interdependencias entre economías constituyen la razón básica para la coordinación o cooperación en las políticas económicas. Se trata de un caso de "externalidad".

En economía, una **externalidad** se da cuando las acciones de un agente afectan a otros, positivamente o negativamente (externalidad positiva o negativa).

Podemos identificar diferentes ejemplos en economía. Cuando un país estimula su actividad económica, parte del impulso se transmite al extranjero por vía de la renta. Y una empresa que para ahorrar costes vierte productos contaminantes sin depurar a un río o al aire, genera una externalidad negativa sobre el resto de la sociedad. Cuando un país devalúa para ganar competitividad, perjudica a sus competidores. El problema reside en el hecho de que los agentes que toman las decisiones no tienen en cuenta los efectos externos.

Una solución a estos problemas sería que los poderes públicos les "obligaran". Pero en escala internacional no hay "gobierno mundial": los acuerdos internacionales, puntuales o sobre "reglas", pueden tratar de cumplir la tarea de incorporar las externalidades a los procesos de decisiones de los gobiernos.

#### Ved también

Una explicación más detallada de estos argumentos en el módulo 1 "Comercio internacional".

#### Ejemplo de externalidad

Por ejemplo cuando una persona se vacuna, no obtiene solamente un beneficio ella misma, sino que al disminuir la probabilidad de contagio beneficia al resto.

Como hemos visto en este módulo, la coordinación o cooperación es una opción que nace de la constatación de que las interdependencias tienen un elemento de "externalidad" (el caso más clásico: las políticas de empobrecer al vecino) y, además, que en la economía mundial, como en las nacionales, bienes públicos como la **estabilidad financiera** y la comercial o, en sentido más amplio, la económica y la política) son valiosos. Señalada la conveniencia de afrontar estas cuestiones de forma cooperativa, se plantean los problemas clásicos de este tipo de situaciones, como las tentaciones por parte de cada país de incumplir su parte del acuerdo, que si se generalizan pueden llegar a resultados pésimos.

Dado que los tipos de cambio son el vínculo más evidente entre países, buena parte de los esquemas y contenidos de acuerdos o reglas cooperativas se han centrado en torno a estos tipos de cambio. Desde meros intercambios de opiniones hasta acuerdos puntuales de intervención concertada para "corregir desalineamientos" de los tipos de cambio, o criterios para mantener bandas más o menos amplias, o, más sobradamente, sistemas cambiarios (reglas) y políticas/decisiones dentro de estas reglas.

A veces, la coordinación se ha ampliado y se ha referido no sólo a temas cambiarios y de balanza de pagos, sino también a los monetarios y a determinados aspectos financieros.

La "globalización financiera" había surgido en parte para eludir regulaciones nacionales, pero con esto se redujeron también las garantías ante un colapso de alguna o de varias instituciones. Una oleada de quiebras en 1974 dio origen al Comité de Basilea, con la finalidad de conseguir "una mejor coordinación de la supervisión ejercida por las autoridades nacionales sobre el sistema bancario internacional". Se alcanzó un "concordado" en 1975 sobre supervisión de entidades transaccionales, y en 1988 se alcanzó un acuerdo sobre *ratios* de garantía. Pero el papel de "prestador de última instancia" continuaba sin estar claro.

En otros ámbitos, como el de la deuda de los países en desarrollo, instituciones como el Club de París y programas como el Plan Brady han asumido también formas o principios de cooperación. También en cuestiones fiscales la creciente movilidad internacional de capitales ha originado la necesidad de **armonizar las normativas fiscales** al respecto; en el mismo ámbito fiscal, los "convenios sobre doble imposición" son otro ejemplo.

Recientemente, la necesidad de soluciones cooperativas a problemas que desbordan las fronteras y generan externalidades han aparecido en otros ámbitos diversos, entre los cuales destacan los **temas ecológicos**; está claro que la lluvia ácida no respeta límites fronterizos estatales, igual que las causas que acaban deteriorando la capa de ozono, o cuestiones como la deforestación, especialmente la amazónica, no son problemas sólo nacionales, sino colectivos.

### La cooperación

La cooperación puede tener grados muy diversos.

Las limitaciones de los acuerdos de coordinación han sido y son evidentes. Los más claros van a remolque de los procesos políticos internos, y su fuerza legal es limitada, porque están implicadas potencias soberanas.

En 1985, las intervenciones concertadas de los principales bancos centrales consiguieron reconducir el dólar a unos valores más de acuerdo con "el equilibrio" (definido en términos de PPP o de cualquier otro indicador razonable) de una manera suave: es lo que se denominó precisamente "**aterrizaje suave**" (*soft landing*). El **acuerdo del Plaza**, en septiembre de 1985 (en una reunión cumbre de los cinco países más industrializados, el G-5, en el Hotel Plaza de Nueva York), apoyó esta "coordinación" en los ámbitos cambiarios y monetarios para restituir un orden mínimo en la economía internacional.

Dos años después, los **acuerdos del Louvre** (1987), ya del G-7, consideraron que el aterrizaje suave había llegado al nivel adecuado y se pactaron unas amplias bandas (del 10-12 % arriba y abajo de unas paridades centrales, según algunas versiones) y los países se comprometieron a adecuar sus políticas monetarias e intervenciones cambiarias para conseguir mantener en estas **zonas de referencia o zonas objetivo** (*target zones*) los tipos de cambio de las tres principales monedas entre sí: el dólar/yen y el dólar/marco alemán.

Pero la cumbre de 1987 y otras posteriores fracasaron a la hora de mirar de incorporar en la coordinación, más allá de los buenos deseos, otras políticas en la cooperación internacional.

Otro aspecto que cada vez se hace más notorio es la hegemonía creciente de los operadores privados en los mercados de divisas.

Solía hablarse de la intervención de los bancos centrales en los mercados de divisas como de una cosa prácticamente omnipotente (al menos si estaban implicados los países más poderosos), sin embargo, desde las postrimerías de los ochenta en algunos casos significativos se ha visto cómo los fondos utilizados por bancos y otros operadores privados tenían una magnitud que podía desbordar las intervenciones con cargo en reservas de los bancos centrales. Los efectos de esta nueva realidad sobre eventuales fragilidades y la necesidad de regulaciones es un tema abierto, sobre el que se volverá en el módulo 4.

Después de dos décadas de vigencia del G7, cuando llegó la crisis en 2008, los cambios económicos y geopolíticos hacían imprescindible un nuevo formato con más presencia de las economías emergentes: fue el G20, creado anteriormente a escala de responsables económicos, que se convierte desde noviembre de 2008, a escala también de los jefes de Estado y Gobierno, en el nuevo referente. Una primera reunión en Washington, en noviembre de 2008, abrió este nuevo formato. Su principal característica es que incorpora no tan solo a las

#### Operadores privados

El poder creciente de los operadores privados es un fenómeno que se ha hecho patente especialmente en los episodios de crisis monetarias-cambiarías o "ataques especulativos" de los 90, como los problemas del SME en 1992 y 1993, la crisis de México y el efecto "tequila" sobre Latinoamérica en 1994-95, y los problemas iniciados en el sudeste asiático en 1997 y extendidos a Rusia (1998) y a Brasil (1999).

economías avanzadas miembros del G7, sino que se consideró imprescindible, a la vista de las nuevas realidades geoeconómicas, en los principales países emergentes como China, India, Brasil, Sudáfrica, Rusia (los llamados BRICS) y también otros como Australia, Indonesia, Corea del Sur, México, Argentina y Arabia Saudí. Otros países son invitados en cada cumbre, con España como “invitado permanente”.

En los momentos iniciales de la crisis, las cumbres del G20 se hicieron cada semestre, y tuvieron efectividad para introducir elementos de coordinación, a diferencia de lo que sucedió en 1929. La gravedad de la situación y la percepción de que todos los países tenían mucho a perder, favoreció esta respuesta coordinada inicial. Se discute si más adelante, ya en la segunda década del siglo XXI, el G20 ha entrado en “rendimientos decrecientes” a medida que la recuperación avanzaba de manera desigual. En todo caso, algunas de las medidas y propuestas planteadas en el G20 se comentan en diferentes lugares de este texto.

## Resumen

En este módulo hemos visto, en primer lugar, los aspectos básicos de la determinación de los tipos de cambio. La teoría de la paridad del poder adquisitivo proporciona una primera referencia. Hay que añadir, además, los factores comerciales y los financieros, especialmente relevantes a corto plazo, sobre todo en los últimos tiempos, en un mundo de elevada movilidad internacional de capitales.

Hemos repasado los argumentos en el debate entre partidarios de tipos fijos y los de tipos fluctuantes o flexibles. Sistemáticamente, el compromiso de mantener fijo el tipo de cambio implica diversos grados de renuncia en la autonomía en materia de política monetaria.

La tarea esencial del sistema financiero internacional es captar, adecuadamente, el ahorro mundial y canalizarlo de modo eficiente hacia la inversión productiva mundial. Periódicamente, aparecen elementos de fragilidad y crisis que no nos tienen que hacer olvidar este objetivo central. Las conexiones entre los históricamente importantes desequilibrios externos globales que emergieron antes de la crisis financiera internacional iniciada en los años 2007-2008 y la misma crisis son objeto de debate, el cual llega también al análisis de qué dinámica experimentarán estos desequilibrios en los escenarios postcrisis.

Los mecanismos de transmisión por los cuales se articulan las interdependencias entre países son muy variados: desde la renta hasta los tipos de interés, con una relevancia especial de los tipos de cambios, que afectan a la competitividad y la transmisión de la inflación. El juego combinado de esta pluralidad de mecanismos de transmisión es complejo, y tienen que analizarse las interdependencias caso a caso. A lo largo de las últimas décadas, las maneras como se han traducido estas interdependencias han sido muy diversas, con recurrentes apelaciones a la necesidad de cooperación y/o coordinación en las políticas macroeconómicas internacionales. Las dificultades prácticas de estas iniciativas también se han puesto ya de relieve en el módulo que acabamos de ver.

Las implicaciones de los importantes desequilibrios externos que se presentaron en los años anteriores de la crisis –y que solo han sido enderezados parcialmente– plantean retos financieros e interactúan con los cambios geopolíticos globales. El papel de un excesivo endeudamiento conectado con una elevada expansión crediticia en el camino que llevó a la crisis financiera global que estalló en 2008 es ya bastante (re)conocido y plantea debates sobre el grado en que se han enderezado estas fragilidades.





## Actividades

1. Seguimientos de los tipos de cambio: diversos organismos internacionales, especialmente el FMI, publican datos y análisis sobre la evolución de los principales tipos de cambio. Haced el seguimiento de estas variables, especialmente con referencia a las monedas más importantes –como por ejemplo el dólar norteamericano, el euro, el yuan-renminbi chino, etc.– y discutid los resultados en el marco conceptual que suministra este módulo.

2. Tipo de cambio en Europa: las publicaciones periódicas del Banco Central Europeo –también del Banco de España–, y el Eurostat, publican datos y análisis sobre la evolución del tipo de cambio del euro, así como de los tipos de cambio reales de las economías de la zona euro. Haced el seguimiento de estas variables e interpretad los resultados en el marco conceptual que proporciona este módulo.

3. Análisis de interdependencias: analizad algunos casos importantes recientes de interconexiones usando las herramientas desarrolladas en este módulo; inicialmente, a partir de las referencias en el final del módulo, aplicad los análisis en los casos de:

- a) impactos de la desaceleración del crecimiento en China;
- b) las implicaciones de cambios en las políticas económicas en los Estados Unidos desde 2017;
- c) efectos del Brexit.

4. A partir de los Informes del FMI como los mencionados en las referencias para actualizar y ampliar al final de este módulo –World Economic Outlook, y especialmente External Sector Report–, haced el seguimiento de la evolución de los desequilibrios externos globales. En particular analizad la evolución de su magnitud y composición (principales países superavitarios y deficitarios). Interpretad los resultados en el marco conceptual que proporciona este módulo, evaluando si se ratifican o rectifican las tendencias apuntadas.

5. Buscad datos sobre la evolución del endeudamiento y desendeudamiento del conjunto de las economías, del sector privado y del sector público, así como sobre la evolución del crédito. En particular, haced el seguimiento de los países de la Unión Europea a partir de los informes y datos dentro del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. Discutid en qué medida se ratifican o rectifican las tendencias apuntadas a lo largo de este módulo.

## Ejercicios de autoevaluación

1. Una cesta de bienes tiene un coste en EEUU de 5 dólares y en la Unión Europea de 4 euros. El tipo de cambio euro / dólar que cumpliría la PPP absoluta es ...

- a) de 1,25 euros por dólar.
- b) de 0,8 euros por dólar.
- c) de 0,8 dólares por euro.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

2. Si con los mismos precios que en la cuestión anterior el tipo de cambio en el mercado de divisas fuera de 1 dólar = 1 euro ...

- a) sería más atractivo comprar productos fabricados en EEUU.
- b) sería más atractivo comprar productos en la Unión Europea.
- c) sería igual de atractivo ya que el dólar y el euro están a la par.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

3. Si la tasa de inflación del país A ha sido del 50 % y la del país B sólo de un 10 %, hay que esperar ...

- a) una depreciación de la moneda de A con respecto a la de B aproximadamente de un 50 %.
- b) una depreciación de la moneda de B respecto a la de A aproximadamente de un 40 %.
- c) una depreciación de la moneda de B respecto a la de A aproximadamente de un 10 %.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

4. Una manera aproximada de medir las expectativas de apreciación o depreciación -aprovechando el principio de paridad de intereses- es ...

- a) examinar los diferenciales de intereses, los países con tipos más altos pueden responder a una expectativa de depreciación.
- b) examinar los diferenciales de intereses, los países con tipos más altos pueden responder a una expectativa de apreciación.
- c) examinar los diferenciales de intereses, los países con tipos más altos pueden responder a una expectativa de depreciación.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

5. El "precio" que debe pagar un país para aceptar fijar el tipo de cambio normalmente incluye ...

- a) una mayor tendencia a la inflación.
- b) una mayor tendencia a acumular reservas de divisas.
- c) una pérdida de grados de autonomía en la política monetaria.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

6. La utilización de devaluaciones competitivas para ganar competitividad:

- a) históricamente ha sido un éxito.
- b) puede llevar a represalias.
- c) es una forma de política de empobrecer al vecino.
- d) son ciertas b) y c) pero no a).

7. Las devaluaciones son más efectivas para mejorar la competitividad ...

- a) cuanto más indexada está la economía del país.
- b) cuando más fácil es para los empresarios trasladar a los precios los incrementos de costes.
- c) cuando la economía está en una fase muy expansiva.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

8. Un país con un ahorro doméstico superior a la inversión doméstica se dice que tiene:

- a) capacidad de financiación en el resto del mundo.
- b) necesidad de financiación del resto del mundo.
- c) superávit presupuestario.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

9. Desde finales del siglo xx y al menos hasta 2018,

- a) Estados Unidos y China tienen capacidad de financiación en el resto del mundo, en su pugna por la hegemonía mundial.
- b) Estados Unidos tiene capacidad de financiación y China necesidad de financiación, dado su diferente grado de desarrollo.
- c) Estados Unidos tiene necesidad de financiación y China capacidad de financiación.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

10. En los años previos a la crisis financiera de 2008

- a) incrementó significativamente el endeudamiento del sector privado a las economías avanzadas.
- b) incrementó más el endeudamiento del sector público que el del sector privado a las economías avanzadas.
- c) se redujo el endeudamiento tanto del sector privado como del sector público dado el clima de bonanza económica.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

11. Con posterioridad a la crisis, desde 2008

- a) ha aumentado el endeudamiento privado a las economías avanzadas pero se ha reducido el endeudamiento público.
- b) ha aumentado el endeudamiento público en las economías avanzadas mientras el sector privado se ha ido desendeudando.

- c) se han desendeudado tanto el sector privado como el sector público, pero sobre todo este último.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

12. En los años previos a las crisis financieras es frecuente que:

- a) se reduzca el crédito del sector financiero al sector privado.
- b) aumente el crédito del sector financiero al sector privado.
- c) se reduzcan los precios de los activos financieros e inmobiliarios.
- d) nada de lo mencionado anteriormente.

## **Solucionario**

### **Ejercicios de autoevaluación**

1. b

2. b

3. d

4. a

5. c

6. d

7. d

8. a

9. c

10. a

11. b

12. b

## Glosario

**ancla nominal** *f* Utilización de un compromiso de estabilidad del tipo de cambio de un país en relación con una moneda "fuerte" para tratar de estabilizar la inflación del país, convenciendo a los agentes económicos que no habrá compensación vía tipo de cambio en los comportamientos inflacionistas en materia de precios y salarios.

**apreciación** *f* Aumento del tipo de cambio de una moneda en relación con otra u otras en los mercados de divisas (si este aumento del tipo de cambio es el resultado de una decisión política en un marco de tipos fijos se habla de *revaluación*).

**ataque especulativo** *m* Venta masiva de activos, denominados en una moneda determinada por parte de los operadores en los mercados financieros internacionales.

**Bretton Woods** Localidad del estado de New Hampshire (Estados Unidos) donde en el año 1944 se diseñó el orden económico internacional posterior a la Segunda Guerra Mundial, con tipos de cambios fijos en principio con respecto al dólar (abandonados en 1973 por los principales países), y se acordó la creación de instituciones como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

**competitividad** *f* Manera de medir la capacidad de los productos de un país para mantener (o mejorar) la presencia en los mercados internacionales. Se ve afectada por el tipo de cambio y por la evolución de los precios en el país y en el resto del mundo (son los factores que miden los índices de competitividad mencionados en el módulo); pero también dependen mucho de factores reales: productividad, tecnología, comercialización, etc.

**coordinación (cooperación) internacional** *f* Diversas fórmulas para tratar de conseguir que las políticas económicas de los diversos países se complementen en su eficacia sobre objetivos compartidos del conjunto de la economía mundial, en lugar de ser contrarrestadas la una por la otra.

**crisis monetaria (cambiaria)** *f* Situación en que la moneda nacional (su tipo de cambio) tiene problemas para mantener su valor, ante las ventas de (activos denominados en) esta moneda y las dudas sobre el agotamiento de la capacidad (reservas de divisas del Banco Central) y/o voluntad de las autoridades del país para defender el tipo de cambio inicial.

**depreciación** *f* Pérdida de valor de la moneda de un país en los mercados de divisas. Si se trata de una desvalorización acordada por las autoridades en el marco de compromisos de tipos de cambio fijos, se habla de *devaluación*.

**devaluación** *f* Desvalorización de la moneda de un país, determinada o sancionada formalmente por las autoridades, en un marco de compromiso de tipo estable. Si la devaluación tiene por finalidad ganar competitividad el país a costa de otros se habla de *devaluación competitiva* (actitud que puede dar lugar a represalias de los países negativamente afectados, y llevar a una "guerra de devaluaciones competitivas").

**empobrecer al vecino** *loc* Políticas de un país que tienen un efecto positivo para éste, sin embargo negativo para otro u otros países, de manera que resuelven el problema de un país agravándolo o transmitiéndolo a otro.

**fijación** *f* Compromiso de las autoridades del país de mantener una estabilidad del tipo de cambio, adoptando las políticas nacionales adecuadas para su mantenimiento.

**flotación o flexibilidad o fluctuación del tipo de cambio** *f* Renuncia por parte de las autoridades a compromisos de tipo de cambio, dejando que sea el mercado quien lo determine. La flotación es neta si las autoridades efectivamente no intervienen en los mercados de divisas; se habla de flotación bruta o intervenida cuando las autoridades intervienen en los mercados, aunque sin establecer un tipo de cambio oficialmente comprometido.

**grado de apertura** *m* Indicador del peso de las transacciones internacionales en la economía de un país. La definición más elemental se refiere a la suma (o media) de los porcentajes sobre el PIB de las exportaciones y las importaciones.

**mercados de divisas** *m pl* Mercados en los que las monedas de los países son objeto de transacción.

**mercados financieros internacionales** *m pl* Conjunto de mercados interrelacionados donde se efectúan operaciones con instrumentos financieros (bonos, depósitos, opciones, futuro, acciones, etc.) con alguna dimensión internacional.

**paridad de intereses** *f* Condición de equilibrio entre los rendimientos que pueden obtenerse sobre inversiones en activos expresados en diferentes monedas. En un mundo de per-

fecta movilidad de capitales, esta paridad implicaría que los tipos de interés tienden a igualarse, con las diferencias asociadas a expectativas de apreciación y/o depreciación (de manera que el diferencial de tipo de interés refleja una expectativa de depreciación de la moneda con un tipo más alto con respecto a la otra: de hecho el tipo más alto sería justo el necesario para compensar el potencial inversor de la expectativa de pérdidas asociadas a la depreciación).

**paridad del poder adquisitivo** *f* La versión absoluta expresa la tendencia a igualarse de los precios de una misma mercancía o cesta de mercancías en dos países, una vez se traducen los precios a una misma unidad mediante el tipo de cambio; la versión relativa se refiere a cómo las variaciones del tipo de cambio entre dos monedas tienden a seguir el diferencial de inflación entre los dos países (depreciándose la del país con más inflación).

**sistema de paridades** *m* Criterios o reglas para determinar cómo las autoridades y los mercados participan en la determinación de los tipos de cambio.

**tipo de cambio** *m* Precio de la moneda de un país en términos de otro o un conjunto de otros. Si lo determina un compromiso de las autoridades, hablamos de tipo fijo; si es el juego del mercado quien lo regula, hablamos de tipo flexible. El tipo de cambio *sombra* es el que se daría en el mercado si las autoridades no intervinieran en un momento dado.

## Bibliografía

### Para actualizar y ampliar

Los libros de referencia para el conjunto de la asignatura (Krugman-Obstfeld-Melitz y Feenstra-Taylor) contienen ampliaciones y detalles muy bien explicados de los temas financieros internacionales.

Los documentos del FMI y de la OCDE hacen seguimiento de los problemas financieros internacionales. El FMI publica semestralmente el World Economic Outlook y el Global Financial Stability Report. Documentos más breves son los informes dirigidos al G20 y el External Sector Report, que hay que seguir de forma actualizada. Algunos documentos interesantes, en el momento de redactar este material, son:

**FMI** (2018, julio). “2018 External Sector Report”. <https://www.imf.org/en/publications/esr/issues/2018/07/19/2018-external-sector-report>

Sobre desequilibrios externos, un buen resumen de los hechos y los (primeros) análisis es:

**Blanchard, Olivier; Milesi-Ferretti, Gian Maria** (2009, diciembre). “Global Imbalances: In Midstream?”. *IMF Staff Position Note 09/29*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0929.pdf>

Un análisis más amplio desde el FMI se encuentra en el capítulo 4 del World Economic Outlook de octubre de 2014: “Are Global Imbalances at a Turning Point?”, disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/>

Un *survey* de las cuestiones implicadas en los desequilibrios globales es:

**Tugores, Juan** (2014, septiembre). “Desequilibrios externos globales y cooperación internacional: ¿dónde estamos?”. *Estudios de Economía Aplicada*. <http://www.revista-eea.net/documentos/32308.pdf>

El artículo de Fisher de 1933 y otros textos clásicos y modernos se pueden encontrar, en versión catalana, en:

**Tugores, J. (ed.)** (2009). *Crisi*. Madrid: Lid. Referencia en: <http://www.lideditorial.com/libros/crisi>

Las webs del Financial Stability Board, [www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org), y del Banco Internacional de Pagos de Basilea, [www.bis.org](http://www.bis.org), contienen análisis y propuestas sobre el sistema financiero internacional.

Las recientes ediciones del Global Financial Stability Report del FMI contienen exámenes actualizados de los efectos de la crisis en los ámbitos financieros y las perspectivas de futuro. Accesibles desde: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>

Reinhart y Rogoff tratan en varios textos de poner en perspectiva histórica la crisis financiera más reciente, y la versión más completa es la siguiente:

**Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth** (2011). *This Time is Different: Eighth Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press (versión en castellano: *Esta vez es distinto. Ocho siglos de necesidad financiera*. Madrid: Fondo de Cultura Económica).

