

Philip R. Lane*
Gian Maria Milesi-Ferretti**

TIPOS DE CAMBIO Y AJUSTE EXTERIOR. ¿IMPORTA LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA?***

Este artículo aborda la influencia de la globalización financiera sobre la evolución del tipo de cambio. Se destacan dos cuestiones. Primero, el aumento de la dispersión de los activos internacionales netos implica un fortalecimiento de las tendencias a largo plazo de los tipos de cambio reales. Segundo, los efectos de los movimientos de divisas sobre la riqueza exterior neta son una función creciente del tamaño de los saldos internacionales.

Palabras clave: sistema financiero internacional, integración financiera, tipos de cambio.
Clasificación JEL: F31, F32.

1. Introducción

Durante las últimas décadas, se viene observando en la economía mundial una tendencia principal al alza del comercio transfronterizo de activos. El peso de los acti-

vos exteriores en las carteras de los inversores no ha dejado de incrementarse debido a una combinación de liberalización del comercio y de la cuenta de capital, costes de transacción a la baja, y una mejora generalizada del grado de tecnificación financiera. Desde mediados de la década de los noventa, el crecimiento del comercio financiero internacional —ver Gráfico 1— se ha acelerado considerablemente, como revela el que en la actualidad en varios países abiertos desde el punto de vista financiero las tenencias totales de activos y pasivos exteriores superan al PIB.

Cabe preguntarse si la tendencia a la globalización financiera afecta al sector real de la economía; cuál es la relación entre los desequilibrios frente al exterior y los tipos de interés reales; si debemos dedicar nuestra atención a la posición neta en activos exteriores de un país por cuanto que indicador de su grado de exposición frente al exterior; y si los activos y pasivos exteriores brutos (y su composición) aportan nueva información re-

* Institute for International Integration Studies (IIS), Trinity College Dublin y CEPR.

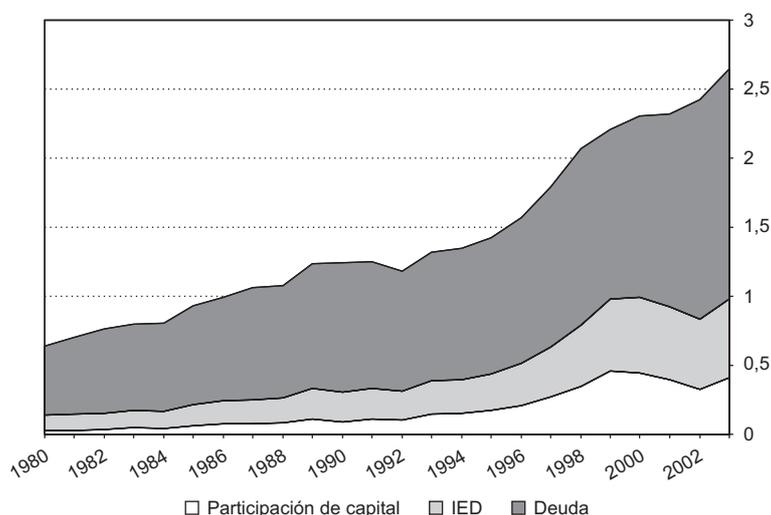
** Fondo Monetario Internacional y CEPR

*** «Exchange Rates and External Adjustment: Does Financial Globalization Matter?». Traducción de Valentín Sanz Iglesias.

El Ministerio de Economía de España publicará la traducción al castellano de este artículo en la revista *Información Comercial Española*. Algunas partes se redactaron durante la estancia de Lane como becario invitado en el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el Centre for Economic Performance (LSE) y en el Harvard-National Bureau of Economic Research (NBER). Lane desea agradecer el apoyo financiero recibido del Gobierno de Irlanda, del Irish Research Council on Humanities and Social Sciences (IRCHSS), y de la Higher Education Authority-Programme for Research in the Third Level (HEA-PRTLI) y su beca al Institute for International Integration Studies (IIS). Las opiniones vertidas en este artículo pertenecen exclusivamente a los autores y no representan al FMI.

GRÁFICO 1

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA INTERNACIONAL, PAÍSES INDUSTRIALES, 1980-2003
(Suma de activos y pasivos en relación al PIB)



NOTA: El gráfico representa la suma del valor de los títulos de participación de capital agregados, la IED, y los títulos de deuda y otros pasivos en relación al PIB agregado de una muestra de países industriales que incluye: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Islandia, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza. La elección de esta muestra es resultado de la disponibilidad de datos.
FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005a).

levante respecto a la relación de una economía con el resto del mundo. El propósito de este artículo es ilustrar las respuestas que estudios anteriores han dado a estos interrogantes y explicar la influencia de la globalización financiera sobre la evolución del tipo de cambio.

Como adelanto de nuestros hallazgos, señalaremos que la globalización financiera ejerce una influencia destacada sobre el comportamiento del tipo de cambio y sobre el ajuste de las economías ante perturbaciones externas. Los tipos de cambio reales de países que mantienen saldos acreedores netos frente al exterior tienden a apreciarse, mientras que los de países con importantes posiciones deudoras tienden a depreciarse. También abordaremos la importancia de las tenencias exteriores brutas. En economías desarrolladas, con pasivos emitidos principalmente en moneda nacional y activos denominados en moneda extranjera, una depreciación del tipo de cam-

bio tiende a mejorar la posición neta del país frente al exterior al aumentar el volumen de activos exteriores en relación con el de pasivos —esto es reflejo del espacio para una distribución más eficiente del riesgo que resulta de la diversificación internacional de las carteras—. Igualmente, subrayamos la influencia creciente de las diferencias entre las tasas de rendimiento sobre activos y pasivos exteriores en la evolución de los desequilibrios de un país frente al exterior.

El análisis se realiza en dos fases. El apartado 2 estudia el modo en que la globalización financiera puede afectar a las tendencias a largo plazo de los tipos de cambio. En el apartado 3 se examina cómo la globalización financiera ha incrementado la importancia del canal de valoración del ajuste del tipo de cambio. Por último, en el apartado 4 se ofrecen algunas conclusiones.

2. Globalización financiera, posiciones netas frente al exterior y tipos de cambio a largo plazo

El saldo de la balanza por cuenta corriente (y, por tanto, la posición neta frente al exterior) de un país en austeridad financiera es, por definición, cero. La integración financiera a escala internacional permite que los países experimenten desequilibrios por cuenta corriente que, de persistir, pueden dar lugar a una acumulación significativa de activos o pasivos exteriores netos. Asimismo, la integración financiera a escala internacional permite que los residentes de un país diversifiquen sus carteras mediante, por ejemplo, inversión directa —los residentes de un país pueden adquirir activos extranjeros incluso cuando la balanza comercial está en equilibrio y no existe necesidad de financiación neta procedente del exterior—, y que los residentes en el extranjero adquieran instrumentos financieros nacionales¹.

Durante la mayor parte del período de Bretton Woods (y también durante el de integración financiera de finales del siglo pasado —ver Obstfeld y Taylor, 2004—), los flujos de capital se debían principalmente a la financiación de desequilibrios externos, más que a la diversificación internacional y, por lo general, tenían forma de préstamos transfronterizos y, en menor medida, de inversión extranjera directa. En otras palabras, la diferencia entre flujos de capital brutos y netos era modesta. En los últimos años, sin embargo, los flujos de capital brutos se han incrementado con mucha mayor rapidez que los netos, ya que la integración financiera de los países es mayor. En concreto, resulta significativo el aumento de los flujos transfronterizos de inversiones de cartera y de inversión extranjera directa, tanto entre países indus-

triales como entre países industriales y mercados emergentes.

Así pues, las posiciones frente al exterior, tanto brutas como netas, experimentaron un rápido crecimiento —el Gráfico 2 muestra, efectivamente, un marcado incremento de la dispersión de las posiciones netas en activos exteriores, especialmente desde mediados de la década de los noventa—. Observemos ahora con más detenimiento los principales países que explican esta tendencia. El Gráfico 3 representa los saldos por cuenta corriente (en relación con el PIB mundial) de los países y regiones más importantes durante el período comprendido entre 1994 y 2004. Es evidente el notable deterioro del saldo por cuenta corriente de Estados Unidos, que comenzó hacia 1997, y la mejora del de las economías emergentes de Asia, los países productores de petróleo de Oriente Medio (especialmente durante los últimos años) y pequeños países industriales como Suiza, Noruega y Suecia. El Gráfico 4 muestra la evolución de la posición acreedora neta frente al exterior de esos mismos países y regiones². El deterioro de la posición de Estados Unidos continuó hasta 2002, en consonancia con sus crecientes déficit por cuenta corriente, y coincide con el incremento de las posiciones acreedoras de Japón, de algunos países industriales pequeños, de las economías emergentes de Asia y de los países de Oriente Medio³.

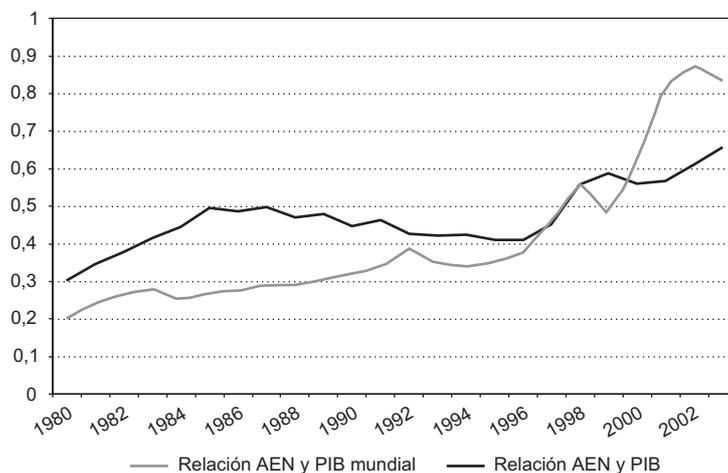
¿Cuáles son los factores que explican la evolución de las posiciones netas frente al exterior? El estudio de Lane y Milesi-Ferretti (2002) referido al período comprendido entre 1970 y 1998 revela que, tanto en países industriales como en países en desarrollo, factores como, por ejemplo, la estructura demográfica, el nivel de deuda pública y el producto relativo per cápita (todas

¹ En las estadísticas de balanza de pagos, los activos y pasivos exteriores se clasifican en las categorías de: inversión extranjera directa (propiedad o control directos de una empresa), inversiones de cartera («pequeñas» participaciones en forma de acciones), cartera de inversiones de deuda (instrumentos de deuda y del mercado monetario) y otras inversiones (incluidos préstamos, créditos comerciales y otras categorías de deuda no titulizada). Las reservas de divisas (tenencias de divisas y bonos de los bancos centrales) se clasifican aparte.

² LANE y MILESI-FERRETTI (2005c) explican la construcción de datos referidos a la posición acreedora neta frente al exterior.

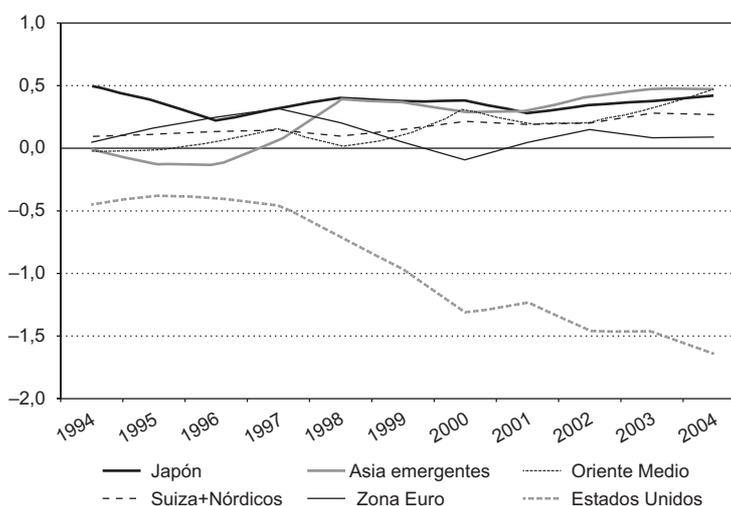
³ La posición de Estados Unidos frente al exterior en relación al PIB mundial durante el período comprendido entre 2003 y 2004 se mantuvo en niveles virtualmente estables, ya que los efectos de valoración favorables derivados de la depreciación del dólar compensaron sus considerables déficit por cuenta corriente. Ver nota 4.

GRÁFICO 2
DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS ACTIVOS EXTERIORES NETOS ENTRE PAÍSES



NOTA: La línea de puntos representa la desviación típica de la relación entre activos exteriores netos y PIB mundial. La línea continua la desviación típica de la relación entre activos exteriores netos y PIB nacional para un conjunto numeroso de países industriales y mercados emergentes. La muestra empleada en la relación de los activos exteriores netos y el PIB nacional excluye casos atípicos extremos como, por ejemplo, pequeños centros financieros con posiciones financieras netas.
FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

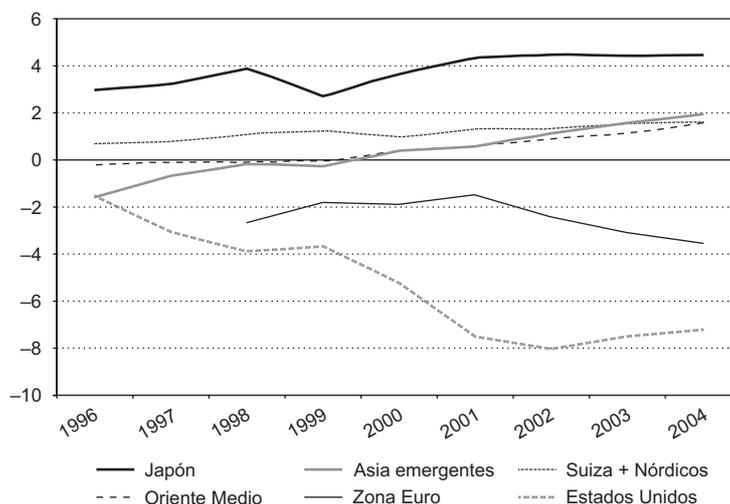
GRÁFICO 3
SALDOS POR CUENTA CORRIENTE (Porcentajes del PIB mundial)



NOTA: El grupo de economías emergentes de Asia incluye: China, Hong Kong RAE, Taiwan provincia de China, Corea, Malasia, Singapur, y Tailandia. El grupo Suiza + Nórdicos incluye: Noruega, Suecia y Suiza. El grupo de países de Oriente Medio incluye: Arabia Saudí, Argelia, Bahrein, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Jordania, Kuwait, Libia, Siria y Yemen.
FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

GRÁFICO 4

ACTIVOS EXTERIORES NETOS (Porcentajes del PIB mundial)



NOTA: El grupo de economías emergentes de Asia incluye: China, Hong Kong RAE, Taiwán provincia de China, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia. El grupo Suiza + Nórdicos incluye: Noruega, Suecia y Suiza. El grupo de países de Oriente Medio incluye: Arabia Saudí, Argelia, Bahrein, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Jordania, Kuwait, Libia, Siria y Yemen.

FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

ellas variables repetidas) se asocian con tendencias a largo plazo de las posiciones acreedoras netas frente al exterior. Sería interesante analizar la precisión con la que estas variables fundamentales logran explicar el incremento progresivo de los desequilibrios exteriores que viene registrándose desde hace seis años.

¿Qué relación existe entre las posiciones netas frente al exterior y los tipos de cambio? Como se explica con detalle en Lane y Milesi-Ferretti (2002, 2004), un país que mantiene una posición acreedora o deudora neta a largo plazo se enfrenta al correspondiente «problema de transferencia»⁴. En condiciones normales de regularidad, un acreedor a largo plazo soportará, en promedio,

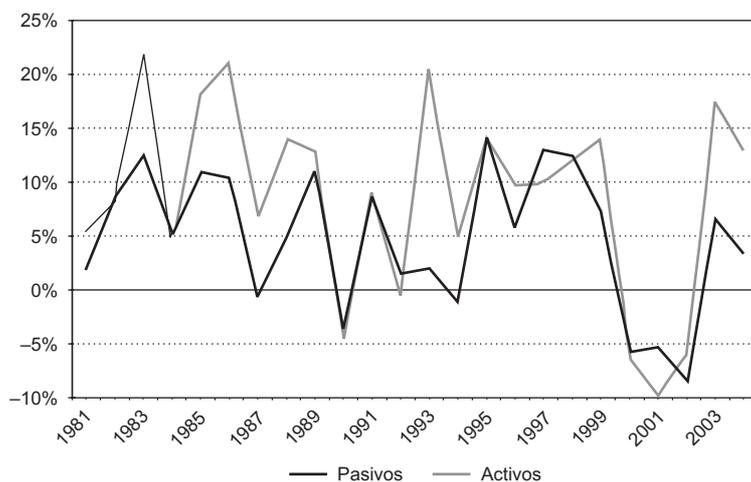
déficit comerciales (que financiará con los rendimientos positivos netos de su posición neta frente al exterior). Inversamente, un deudor a largo plazo registrará superávit. En general, esto requiere que los tipos de cambio reales de los acreedores mantengan una tendencia a la apreciación frente a los deudores.

Lane y Milesi-Ferretti (2004) utilizan series temporales y datos de corte transversal relativos a un grupo numeroso de países desarrollados y en desarrollo durante el período comprendido entre 1970 y 1998 para demostrar que la relación a largo plazo entre la posición neta frente al exterior y el tipo de cambio real (controlando otros factores como el producto relativo per cápita y la relación de intercambio) es, efectivamente, significativa. Una conclusión importante de este estudio es que la magnitud de este efecto de transferencia se incrementa en relación con el tamaño del país, pues en economías de tamaño continental el ajuste del tipo de cambio necesario es en-

⁴ El debate sobre el problema de transferencia se remonta a la controversia entre Keynes y Ohlin respecto a los efectos de las reparaciones de guerra en Alemania. Ver KEYNES (1929) y OHLIN (1929).

GRÁFICO 5

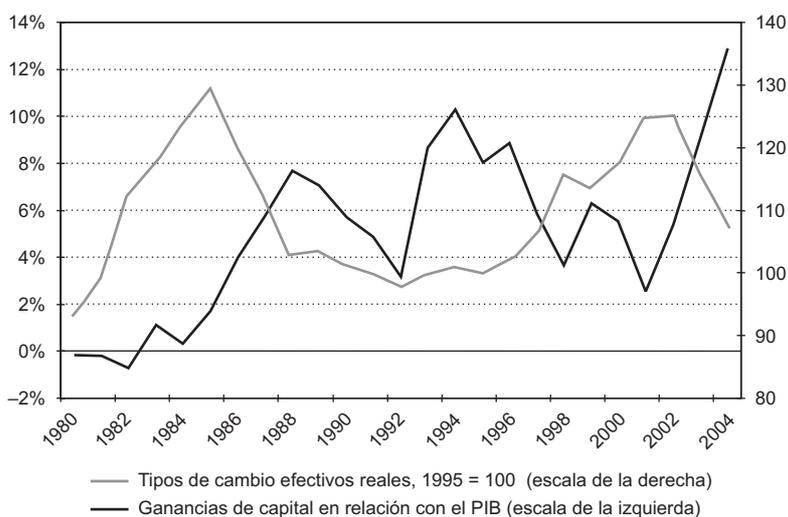
ESTADOS UNIDOS: TASAS DE RENDIMIENTO REALES SOBRE ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES, 1981-2004



NOTA: Las tasas de rendimiento del año t se han obtenido dividiendo la suma de las ganancias por rentas de inversión (pagos) y las correspondientes ganancias de capital del año t , por el saldo vivo de activos (pasivos) a finales del año $t - 1$. A su vez, las ganancias de capital representan la diferencia entre la variación de las tenencias de activos (pasivos) entre el año t y $t - 1$ y los flujos totales de salida (entrada) de capital durante el año t . Las tasas de rendimiento están deflactadas por las variaciones del IPC de EE UU.
 FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

GRÁFICO 6

ESTADOS UNIDOS: GANANCIAS DE CAPITAL Y TIPO DE CAMBIO REALES, 1980-2004



NOTA: Las tasas de rendimiento del año t se han obtenido dividiendo la suma de las ganancias por rentas de inversión (pagos) y las correspondientes ganancias de capital del año t , por el saldo vivo de activos (pasivos) a finales del año $t - 1$. A su vez, las ganancias de capital representan la diferencia entre la variación de las tenencias de activos (pasivos) entre el año t y $t - 1$ y los flujos totales de salida (entrada) de capital durante el año t . Las tasas de rendimiento están deflactadas por las variaciones del IPC de EE UU.
 FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

tre siete y diez veces superior que en una economía abierta de pequeño tamaño prototípica. Esto coincide con lo que cabía prever, a la vista de que la participación relativa del sector de bienes comerciables es mucho menor en economías de gran tamaño. Otro hallazgo significativo es que una parte considerable de los movimientos coincidentes entre activos exteriores netos y tipos de cambio reales con IPC se explica por un movimiento también coincidente entre los activos exteriores netos y el precio relativo de los bienes comerciables respecto a los no comerciables en el ámbito nacional (relativo a la ratio entre los precios de los bienes comerciables y los no comerciables en el extranjero), más que por el precio relativo de los bienes comerciables entre países.

En Lane y Milesi-Ferretti (2002) se analiza la relación entre la balanza comercial y el tipo de cambio real en un conjunto más pequeño de países de renta alta. Se confirma que los superávits comerciales a largo plazo coinciden con una depreciación en términos reales e inversamente que los déficits comerciales coinciden con una apreciación. Asimismo, el artículo aporta pruebas fehacientes de que la balanza comercial influye sobre el precio relativo a largo plazo de los bienes no comerciables. En su modelo calibrado basado en la demanda, Obstfeld y Rogoff (2004, 2005) también ponen de relieve la importancia en términos cuantitativos de la relación entre la balanza comercial y el precio relativo de los bienes no comerciables. Argumentan que una disminución del considerable déficit por cuenta corriente estadounidense dará lugar, necesariamente, a una reducción significativa del equilibrio del precio relativo de los bienes no comerciables en Estados Unidos (en relación con el resto del mundo) y, por tanto, a una importante depreciación en términos reales.

Sin embargo, resulta crucial destacar que la relación a largo plazo entre la posición inversora internacional neta y la balanza comercial puede verse alterada con el paso del tiempo y entre distintos países por una serie de razones. Primero, dados unos rendimientos sobre activos y pasivos exteriores, los países que registran un crecimiento más rápido de su deuda pueden estabilizar

su posición neta frente al extranjero con un superávit comercial menor que los países que registran un crecimiento más lento. Segundo, las tasas de rendimiento generadas por activos exteriores o pagadas por pasivos exteriores pueden diferir (como, de hecho, hacen) entre países en función de la composición del balance internacional (por ejemplo, de la separación entre instrumentos de renta fija y de renta variable) y de la habilidad de los inversores nacionales.

Sirva de ejemplo Estados Unidos, que ha logrado mantener el saldo neto de sus rentas de inversión en niveles positivos, a pesar de mantener una posición deudora desde 1986. En términos más generales y habida cuenta de las ganancias de capital, el diferencial entre el rendimiento sobre sus tenencias de activos exteriores y el rendimiento que los inversores internacionales obtienen de sus pasivos exteriores resulta positivo, como se observa claramente en el Gráfico 5⁵. Esta circunstancia atenúa los efectos cambiarios derivados del mantenimiento de déficit por cuenta corriente persistentes por dos razones. En primer lugar, dada una serie de déficit por cuenta corriente, el ritmo de crecimiento de la posición deudora neta frente al exterior se ralentiza cuando el rendimiento sobre los activos exteriores supera al de los pasivos exteriores. En segundo lugar, la magnitud del superávit comercial a largo plazo que la nación deudora debe afrontar es menor cuanto mayor es el rendimiento sobre los activos exteriores y menor el de los pasivos⁶.

Cabe preguntarse si la evolución de los tipos de cambio durante los últimos años coincide con las predicciones de una relación a largo plazo entre activos exteriores netos y tipos de cambio reales. El Gráfico 8 muestra que durante los últimos dos años y medio, el dólar esta-

⁵ Ver también LANE y MILESI-FERRETTI (2002, 2003, 2005b) para más información al respecto. GOURINCHAS y REY (2005a) aportan más datos sobre el origen del diferencial de rendimiento.

⁶ De hecho, si el diferencial de rendimiento a largo plazo es suficientemente elevado, es posible que un país deudor no registre, necesariamente, superávits comerciales.

dounidense se ha depreciado en términos efectivos reales, como cabría esperar de la progresiva acumulación de pasivos exteriores en Estados Unidos. Sin embargo, desde una perspectiva un poco más a largo plazo, los datos revelan que la relación entre activos exteriores netos y tipos de cambio reales se ha debilitado. El Gráfico 9 pone de relieve la correlación negativa entre la variación porcentual del tipo de cambio real efectivo entre 1998 y 2003 y la variación de los activos exteriores netos de países industriales.

Un análisis más riguroso (ver Milesi-Ferretti, Ricci, y Lee, 2005) indica que, en el caso del grupo de países industriales, la relación entre activos exteriores netos y tipos de cambio reales se ha debilitado incluso controlando el comportamiento de otras variables económicas fundamentales como los diferenciales de productividad o las relaciones de intercambio. No obstante, resulta evidente que los efectos de valoración (cada vez más importantes debido al aumento de la integración financiera internacional, como se argumenta a continuación) han ejercido alguna influencia. Una posible hipótesis es que el mayor alcance de la integración financiera internacional permite a los países aumentar sus posiciones deudoras y acreedoras netas. Durante la transición hacia esta nueva situación de estabilidad, los países con pasivos (activos) exteriores al alza pueden mantener déficit (superávit) comerciales al tiempo que sus tipos de cambio se aprecian (deprecian). Así pues, la relación a largo plazo entre activos internacionales netos y tipos de cambio reales que revelan las regresiones podría deteriorarse ante esta evolución transitoria (prolongada), si bien se restablecería con el paso del tiempo. Sea como fuere, se abre un nuevo ámbito para la investigación.

3. Evolución a corto plazo. El canal de valoración

En el apartado anterior se ha destacado la vulnerabilidad a largo plazo del tipo de cambio ante la posición neta frente al exterior. Sin embargo, las oscilaciones de los tipos de cambio repercuten directamente sobre la evolución de la posición frente al exterior a través de

dos mecanismos. Primero, por razones convencionales, se espera que una depreciación del tipo de cambio mejore el saldo comercial durante cierto tiempo. Segundo, variaciones inesperadas del tipo de cambio dan lugar a alteraciones de la posición frente al exterior a través de un «canal de valoración» en la medida en que el activo y el pasivo del balance internacional se ven afectados de forma asimétrica por los movimientos de divisas⁷.

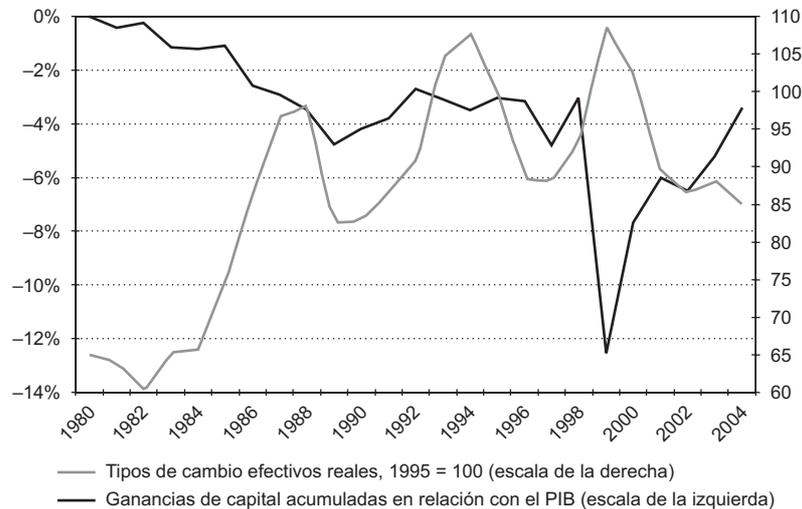
En las economías desarrolladas, el canal de valoración tiende a operar en la misma dirección que el canal del saldo comercial tradicional. Por cuanto que, en estos países, los pasivos frente a inversores extranjeros están vinculados principalmente a la moneda nacional y los activos exteriores muestran un sesgo todavía mayor a favor de los instrumentos en moneda extranjera, la depreciación aumenta el valor de los activos exteriores en relación a los pasivos exteriores, mejorando la posición acreedora neta frente al extranjero. En el Gráfico 6 puede apreciarse la relación estrecha entre la evolución de tipo de cambio en Estados Unidos y las ganancias de capital netas procedentes de su cartera exterior. El Gráfico 7 muestra que esa misma correlación se da en el caso de Japón.

Recientemente, los déficit por cuenta corriente de Estados Unidos entre 2002 y 2004 se han visto largamente compensados por importantes ganancias de capital netas generadas por el debilitamiento del dólar durante este período (ver Gráficos 4 y 6). Por cuanto que Europa es un destino preferente de los inversores estadounidenses, la depreciación del dólar frente al euro y a otras monedas europeas ha tenido especial relevancia. Se deduce que las tenencias denominadas en dólares de los países europeos han sufrido pérdidas de capital significativas —en el Gráfico 4 puede observarse que, efectivamente, la posición neta de la zona del euro frente al exterior se ha deteriorado durante los últimos años

⁷ Siguiendo a la paridad del tipo de interés, las variaciones de los tipos de cambio previstas deben traducirse en diferenciales de rendimiento tales que el canal de valoración deje de ser operativo. Por esta razón, el canal del saldo comercial debe dominar en la situación de estabilidad a largo plazo.

GRÁFICO 7

JAPÓN: GANANCIAS DE CAPITAL Y TIPOS DE CAMBIO REALES, 1980-2004



NOTA: Por ganancias de capital se entiende la diferencia entre la posición activa neta frente al exterior y los flujos de capital acumulados (ambos medidos por el PIB), con un valor inicial arbitrario de cero en 1980.

FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2005b).

a pesar de haber registrado, en promedio, superávit por cuenta corriente (Gráfico 3)—⁸.

Resultará sencillo demostrar que la importancia de tales efectos de valoración se incrementa con el tamaño de las tenencias de activos transfronterizos⁹. Para simplificar, supongamos que todos los activos exteriores de un país están denominados en moneda extranjera y todos sus pasivos exteriores en moneda nacional. Si los activos y los pasivos exteriores equivalen al 20 por 100 del PIB (como ocurría en Estados Unidos a finales de 1980), una devaluación inesperada del 10 por 100 se

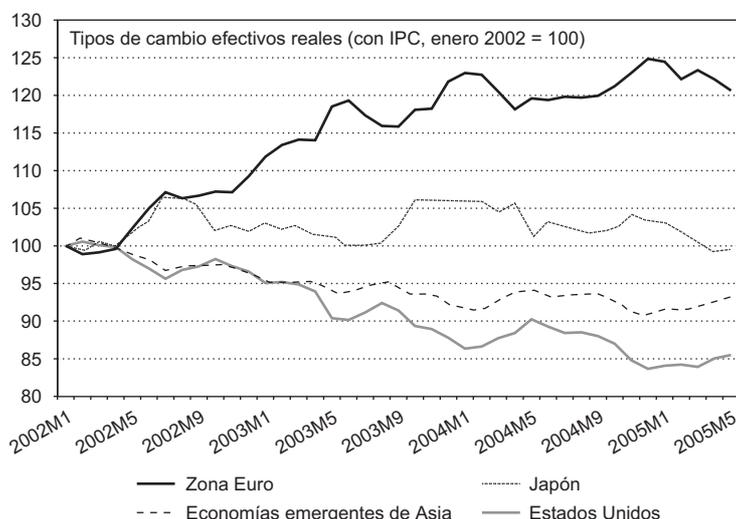
traducirá en una ganancia de capital del 2 por 100 del PIB. Si en ambos lados de la balanza se registra un incremento de hasta el 100 por 100 del PIB (como ocurrió con los pasivos exteriores de Estados Unidos a finales del 2004), las ganancias de capital aumentarán hasta el 10 por 100 del PIB. Sirva este ejemplo para ilustrar con claridad cómo la globalización financiera agudiza la repercusión del canal de valoración de las oscilaciones del tipo de cambio, que en la actualidad ejerce una influencia mucho mayor que el canal del saldo comercial tradicional.

Gourinchas y Rey (2005b), Lane y Milesi-Ferretti (2005b), y el Fondo Monetario Internacional (2005) descubrieron que el canal de valoración resulta de utilidad en la estabilización de la posición de Estados Unidos frente al exterior, pues el deterioro de la posición neta frente al exterior viene acompañado de una depreciación, que mejora su posición frente al exterior a través tanto del canal de valoración, como del canal

⁸ Gran parte del debate se ha centrado en el papel de las economías emergentes de Asia (y de China en particular) en los desequilibrios mundiales. Mientras que las economías asiáticas emergentes han incrementado su importancia en cuanto a comercio y financiación del déficit de EE UU, Europa y Japón continúan siendo las principales contrapartidas financieras de EE UU en términos de tenencias acumuladas de activos y pasivos exteriores.

⁹ Ver también TILLE (2003) y LANE y MILESI-FERRETTI (2005a).

GRÁFICO 8
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES, 2002-2005



NOTA: Tipos de cambio efectivos reales con IPC (con ponderaciones de comercio). El grupo de economías emergentes de Asia incluye: China, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

del saldo comercial¹⁰. No obstante, a pesar de esta valiosa contribución, es cardinal entender que el canal de valoración no puede ser el único factor de ajuste frente a los constantes desequilibrios por cuenta corriente. En primer lugar, ningún país podría soportar durante varios años una secuencia de depreciaciones anuales del tipo de cambio sin sufrir importantes presiones inflacionistas. En segundo lugar, los inversores incluirían las previsiones de depreciación en los tipos de interés exigidos, compensando así el canal de valoración. Estas razones explican el que los déficit por

cuenta corriente excesivos no pueden durar indefinidamente, ya que acabaría produciéndose un ajuste de la balanza comercial¹¹.

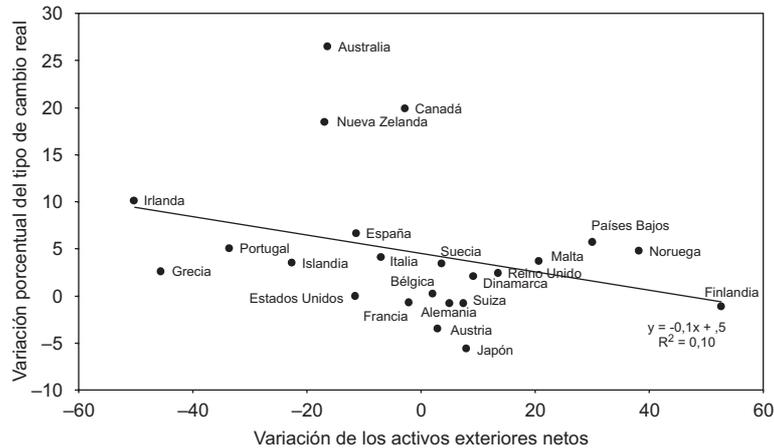
A diferencia de lo que ocurre en los países industriales, en las economías de mercado emergentes el canal de valoración puede actuar en sentido opuesto. Con pasivos frente a no residentes emitidos en moneda extranjera, la devaluación ejerce una influencia negativa sobre el balance. Como pusieron de relieve las terribles crisis monetarias del período comprendido entre 1994 y 2001, el resultado neto es una amplificación considerable de los movimientos de ajuste en estos países. Una interrupción repentina de los flujos de entrada de capital implica un agravamiento de la de-

¹⁰ Dicho esto, la ganancia de valoración derivada de la depreciación del tipo de cambio puede estimular la demanda interna a través del efecto riqueza asociado, produciéndose un deterioro del balance comercial y haciendo que la posición neta frente al exterior sea, por tanto, menos que proporcional. Ver también LANE y MILESI-FERRETTI (2002).

¹¹ Ver también OBSTFELD y ROGOFF (2005).

GRÁFICO 9

VARIACIONES DE LOS ACTIVOS EXTERIORES NETOS Y DE LOS TIPOS DE CAMBIO REALES, 1998-2003



NOTA: El eje horizontal mide la variación de la relación entre activos exteriores netos y PIB en el período comprendido entre finales de 1998 y finales de 2003. El eje vertical representa la variación porcentual del tipo de cambio efectivo real entre 1998 y 2003.

FUENTE: LANE y MILESI-FERRETTI (2003) y Fondo Monetario Internacional.

valuación inicial, debida al efecto riqueza negativo que acompaña al deterioro de la balanza exterior¹².

El aumento de los flujos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa hacia mercados emergentes ha contribuido, en cierta medida, a disminuir el riesgo cambiario de su posición neta frente al exterior, ya que los pasivos de inversión de cartera e inversión extranjera directa se denominan en moneda nacional. Un mayor atractivo de las emisiones de deuda en moneda nacional para los inversores extranjeros reduciría significativamente el riesgo del perfil de deuda de este grupo de países.

4. Conclusiones

La globalización financiera anima a los investigadores a volver la vista a la economía de los tipos de cambio y ha reavivado el interés por una cuestión clásica de la economía internacional como es el problema de transferencia. Asimismo, ha servido para concitar la atención sobre el canal de valoración del ajuste del tipo de cambio. Ante la enorme (y creciente) acumulación de activos y pasivos exteriores denominados en divisas, las oscilaciones de los tipos de cambio no suponen simplemente un desplazamiento del gasto. También representan ganancias y pérdidas de capital significativas que afectan a la evolución de la posición frente al exterior.

De cara al futuro, el actual desequilibrio estadounidense, de una magnitud sin precedentes, representa un ámbito de estudio interesantísimo. Cabe preguntarse si el ajuste será gradual o repentino; cuál será el comportamiento del dólar a corto y a largo plazo; en qué medida

¹² Ver DEVEREUX, LANE y XU (2006) para un modelo cuantitativo de este fenómeno. La mejora de la posición neta frente al exterior se aceleró durante la recuperación posterior ya que el tipo de cambio se apreció tras una devaluación inicial excesiva. En economías de mercado emergentes, la apreciación del tipo de cambio tiene efectos de valoración positivos, al reducir el volumen de moneda nacional necesario para financiar un determinado nivel de deuda denominada en moneda extranjera.

el efecto de valoración suavizará la presión sobre la balanza comercial; o cómo responderá el resto del mundo ante una disminución de la demanda neta de importaciones procedente de Estados Unidos y ante una apreciación frente al dólar. Estas interesantes incógnitas aparecen en los programas de investigación de los macroeconomistas internacionales.

Referencias bibliográficas

- [1] DEVEREUX, M. B.; LANE, P. R. y XU, J. (2006): «Exchange Rates and Monetary Policy in Emerging Market Economies», *The Economic Journal*, próxima publicación.
- [2] GOURINCHAS, P. O. y REY, H. (2005a): «From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege», mimeo, UC-Berkeley y Princeton.
- [3] GOURINCHAS, P. O. y REY, H. (2005b): «International Financial Adjustment», *NBER*, documento de trabajo número 11155.
- [4] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, (2005): «Globalization and External Imbalances», *World Economic Outlook*, capítulo III, abril, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.
- [5] KEYNES, J. M. (1929): «The German Transfer Problem»; «The Reparation Problem: A Discussion. II. A Rejoinder»; «Views on The Transfer Problem. III. A Reply», *Economic Journal*, 39, marzo, páginas 1-7; junio, páginas 172-8; septiembre, páginas 404-8.
- [6] KINDLEBERGER, C. P. (1965): «Balance of Payments Deficits and the International Market for Liquidity», *Princeton Essays in International Finance*, número 46, International Finance Section Department of Economics, Princeton University.
- [7] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2001a): «The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries», *Journal of International Economics* 55, páginas 263-294.
- [8] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2001b): «External Capital Structure: Theory and Evidence» en SIEBERT, H., (ed.): *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*, Kiel Institute of World Economics Symposia and Conference Proceedings, Springer, Heidelberg y Nueva York, páginas 247-284.
- [9] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2002a): «Long-Term Capital Movements» en GERTLER, M. y ROGOFF, K. (eds.): *NBER Macroeconomics Annual*, 16, The MIT Press, Cambridge MA, páginas 73-116.
- [10] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2002b): «External Wealth, the Trade Balance and the Real Exchange Rate», *European Economic Review*, 46 (junio), páginas 1049-1071.
- [11] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2003): «International Financial Integration», *Documento interno del FMI*, volumen 50, edición especial, páginas 82-113, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- [12] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2004): «The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates», *Review of Economics and Statistics*, volumen 58, número 4, páginas 841-57.
- [13] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2005a): «Financial Globalization and Exchange Rates», documento de trabajo número 05/03, Fondo Monetario Internacional.
- [14] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2005b): «A Global Perspective on External Positions», Mimeo, Trinity College Dublin y Fondo Monetario Internacional.
- [15] LANE, P. R. y MILESI-FERRETTI, G. M. (2005c): «The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2003», en proceso, Mimeo, Trinity College Dublin y Fondo Monetario Internacional.
- [16] MILESI-FERRETTI, G. M.; RICCI, L. y LEE, J. (2005): «Equilibrium Exchange Rates: Estimates for Industrial Countries and Emerging Markets», mimeo, Fondo Monetario Internacional.
- [17] OBSTFELD, M. (2004): «External Adjustment», *Review of World Economics*, 140, 4, páginas 541-568.
- [18] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (2004), «The Unsustainable US Current Position Revisited», *NBER*, documento de trabajo 10869, noviembre.
- [19] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (2005): «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity*, próxima publicación.
- [20] OBSTFELD, M. y TAYLOR, A. (2004): *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Londres y Nueva York.
- [21] OHLIN, B. (1929): «The Reparation Problem: A Discussion. I. Transfer Difficulties, Real and Imagined», «Mr. Keynes' views on the Transfer Problem. II. A Rejoinder», *Economic Journal*, 39, junio, páginas 172-82; septiembre, páginas 400-404.
- [22] TILLE, C. (2003): «The Impact of Exchange Rate Movements on US Foreign Debt», *Current Issues in Economics and Finance*, 9, 1, Federal Reserve Bank of New York.