

EL FALSO ENIGMA DEL DOLAR

Juan Pérez-Campanero

A finales del mes de Junio el dólar rompía a la baja las barreras psicológicas de 1.60 marcos alemanes por dólar, y de 100 yenes por dólar. En el caso del yen, como los medios periodísticos se han encargado en enfatizar, se trata además del nivel más bajo de la posguerra. Sin embargo, hace pocos meses todo el mundo confiaba en una apreciación del dólar. ¿Dónde está la clave de este enigma?

En esta breve nota se trata de responder a esta pregunta. En la sección 1 se documenta la magnitud de la sorpresa que ha dado el dólar. En las siguientes secciones se pasa revista a los "sospechosos habituales", hasta encontrar el verdadero "culpable" los flujos de balance de pagos y equilibrio entre oferta y demanda de capitales.

1. ¡Qué equivocación!

Los cuadros núm. 1 y 2 documentan la magnitud del error en las previsiones del mercado sobre el dólar. Recogen la evolución de la media (consenso de mercado) y el rango de las previsiones de analistas privados⁽¹⁾ sobre la evolución previsible, a un horizonte a corto plazo (3 meses) y a largo plazo (1 año) del tipo de cambio del dólar frente al marco alemán y al yen.

CUADRO NUM. 1

LAS PREVISIONES DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO DOLAR/MARCO							
	Cambio medio	Previsión a 3 meses			Previsión a 1 año		
		Mín.	Media	Máx	Mín.	Media	Máx
Agosto 93	1.69	1.65	1.75	1.85	1.55	1.79	2.00
Septiembre 93	1.62	1.60	1.73	1.85	1.55	1.79	2.00
Octubre 93	1.64	1.57	1.69	1.80	1.55	1.76	1.90
Noviembre 93	1.70	1.59	1.71	1.85	1.49	1.75	1.90
Diciembre 93	1.71	1.65	1.74	1.80	1.51	1.78	1.92
Enero 94	1.74	1.65	1.75	1.85	1.51	1.80	2.00
Febrero 94	1.73	1.65	1.77	1.85	1.51	1.80	2.00
Marzo 94	1.69	1.68	1.77	1.85	1.51	1.80	1.98
Abril 94	1.70	1.60	1.75	1.85	1.51	1.79	1.96
Mayo 94	1.66	1.60	1.71	1.84	1.49	1.76	1.95

Fuente: Consensus Economics.

(1) Para una descripción más detallada de la definición de "consenso", véase mi contribución al número anterior de esta revista.

CUADRO NUM. 2

LAS PREVISIONES DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO DOLAR/YEN

	Cambio medio	Previsión a 3 meses			Previsión a 1 año		
		Mín.	Media	Máx	Mín.	Media	Máx
Agosto 93	103.7	101.0	107.9	119.3	95.0	110.2	130.0
Septiembre 93	105.5	95.0	106.1	115.0	95.0	109.4	130.0
Octubre 93	107.0	95.0	107.0	115.0	95.0	110.2	125.0
Noviembre 93	107.8	100.0	108.9	116.3	92.0	110.9	128.5
Diciembre 93	109.8	100.0	109.9	117.0	95.0	112.5	128.0
Enero 94	111.4	100.0	111.5	120.0	95.0	113.3	130.0
Febrero 94	106.2	98.0	112.5	120.0	98.0	114.4	132.0
Marzo 94	105.0	96.0	108.9	122.0	95.0	112.7	126.0
Abril 94	103.4	98.0	107.4	115.4	95.0	112.1	128.0
Mayo 94	103.6	95.0	104.7	110.5	95.0	110.1	125.0

Fuente: Consensus Economics.

Como puede verse, de forma consistente a lo largo de los últimos diez meses que aparecen recogidos en los dos cuadros, el conjunto del mercado ha esperado que el dólar se apreciara en el futuro frente al yen y al marco. Y esta expectativa se ha mantenido de forma igualmente consistente, tanto en la fase en que el dólar se apreciaba (hasta Enero) como en la fase en que el dólar comenzó a caer. Y esta apreciación del dólar era esperada tanto a corto como a largo plazo.

¿Por qué se pensaba en esta apreciación del dólar a corto y largo plazo? Las motivaciones eran fundamentalmente de dos tipos:

1. La idea de que el yen y las monedas europeas estaban claramente "sobrevaloradas" frente al dólar. Una justificación más elaborada se basaba en el argumento de que el mayor crecimiento de la economía americana, frente a la recesión o estancamiento en Europa y Japón permitirían una apreciación real del tipo de cambio del dólar, mientras que Europa y Japón necesitarían un mayor estímulo monetario proveniente del tipo de cambio.
2. La idea de que la esperada subida de tipos de interés oficiales en Estados Unidos, al tiempo que la política monetaria en Europa y Japón no tenía visos de hacerse más contractiva, al ampliar el diferencial de intereses en favor del dólar, motivaría su apreciación.

Nada ha podido quedar más lejos de estas previsiones que la evolución del dólar desde principios de año. Como queda recogido en el Gráfico núm. 1, el dólar se ha venido depreciando de manera sostenida tanto frente al yen como frente al marco. En el primer semestre de 1994 (concretamente, desde el 4 de Enero hasta el 21 de Junio, fechas recogidas en el Gráfico núm. 1) se había depreciado un 10% frente al yen y un 8% frente al marco alemán.

2. ¿Ha sido la paridad del poder de compra una guía útil?

Como es sabido, aunque a corto plazo existen desviaciones persistentes respecto a los niveles de paridad del poder de compra de una moneda, una ostensible sobrevaloración o infravaloración

de una divisa pueden sugerir que en el futuro la cotización tenderá (bien de forma paulatina o espasmódica) a volver hacia esos niveles -por supuesto cambiantes- de paridad o "equilibrio a largo plazo".

Es igualmente conocido que es imposible calcular con precisión el nivel de paridad del poder de compra, y que según sea el índice de precios y el artificio estadístico que se utilice, se obtendrá una medida u otra. No vale la pena entrar aquí en estos detalles, pero sí en ofrecer un par de ejemplos que ilustran cómo el género de argumentos basados en la paridad del poder de compra han resultado completamente desorientadores⁽²⁾.

El primer ejemplo está tomado del conocido Índice Big Mac que elabora la revista "The Economist". Dado que las hamburguesas "Big Mac" que comercializa la cadena "MacDonald's" son un bien relativamente homogéneo en todos los establecimientos de la cadena (que está instalada en nada menos que 68 países), y dado que se elaboran con un conjunto relativamente sencillo de ingredientes, la revista británica empezó a compilar en 1986, medio en broma medio en serio, un índice de paridad del poder de compra basado en el precio en moneda local de la "Big Mac". El nivel de equilibrio del tipo de cambio sería aquel que igualara el valor de la "Big Mac" en distintos países⁽³⁾.

El último ejercicio de este tipo fue publicado en el número del 9 de Abril de "The Economist", y lo he actualizado con datos del tipo de cambio del 20 de Junio para un buen número de países -haciendo el supuesto heroico de que el precio de la "Big Mac" no ha cambiado en dos meses y medio en estos países de relativamente baja inflación. Los resultados se presentan en el Gráfico núm. 2. De este gráfico se desprendería uno de los lugares comunes de los últimos meses, a saber, que las monedas europeas y el yen se encuentran groseramente sobrevaloradas frente al dólar y que, por tanto, no cabría esperar sino que el dólar se aprecie.

Nótese, sin embargo, como incluso en este ámbito aparecen las primeras grietas en el argumento de la pretendidamente ineludible apreciación del dólar. En términos de paridad "Big Mac", el dólar aparece claramente sobrevalorado en relación a la mayoría de las divisas de los países emergentes.

El segundo ejemplo está basado en un indicador más amplio, esto es, el índice de tipo de cambio efectivo real que recoge sintéticamente el valor de la divisa ajustado por la evolución de los precios, ponderando las cotizaciones bilaterales por los índices de precios. Los índices⁽⁴⁾ de tipo de cambio real del dólar, el yen y el marco se representan en el Gráfico núm. 3.

La primera sorprendente observación que motiva este gráfico es que, desde los tiempos del Acuerdo del Plaza en 1987, el tipo de cambio efectivo real del dólar y del marco han permanecido estables, con oscilaciones no superiores al 5% arriba o abajo. De hecho, el tipo de cambio real

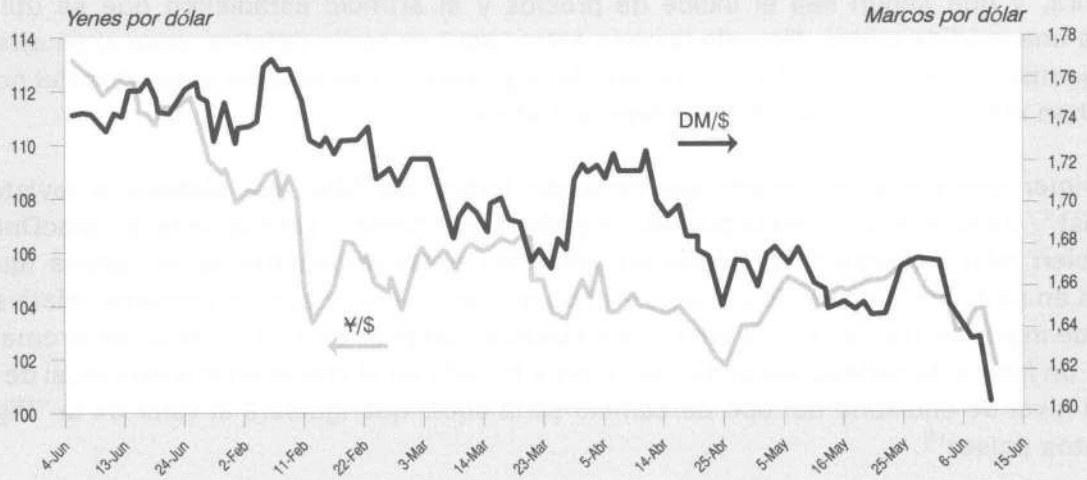
(2) Lo cual no significa que la paridad del poder de compra sea inútil en todo momento y en todo lugar.

(3) Un chusco lector propuso, en una carta al director de "The Economist" publicada en el número del 28 de Mayo, que sería más apropiado utilizar un índice basado en el precio de los condones puesto que el látex es una "mercancía comerciada internacionalmente y sujeta a escasas restricciones comerciales" a diferencia de la carne y el trigo que forma los ingredientes de la "Big Mac".

(4) Naturalmente, no existe "el índice" de tipo de cambio efectivo real, sino varios índices en función del índice de precios elegido y el conjunto de socios comerciales considerado. Aquí se ha utilizado los índices de J.P. Morgan, basados en el índice de precios industriales sin alimentos ni energía, y el comercio frente al conjunto de países.

GRAFICO NUM. 1

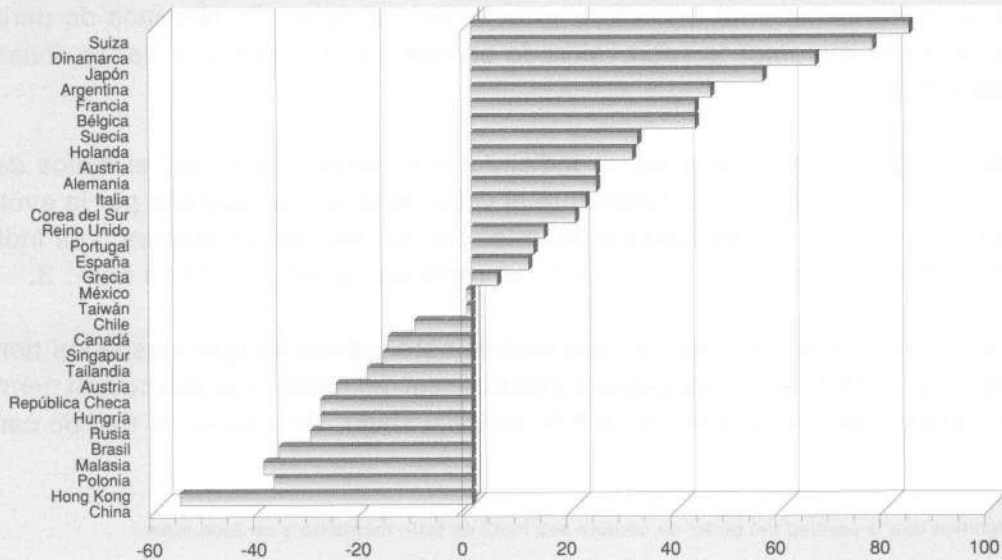
LA CAIDA DEL DOLAR DESDE PRINCIPIOS DE AÑO



Fuente: J.P. Morgan.

GRAFICO NUM. 2

Infra(-) o sobre(+) valoración de las monedas nacionales frente al \$USA según el índice "Big Mac"
 (Relación entre tipos de cambio de mercado el 20 de junio* y paridad del poder adquisitivo medida por el precio de una ("Big Mac"))



* Excepto Brasil, Chile, China, República Checa, Hungría, Rusia, Polonia (cambios del 9 de Abril).
 Fuente: "The Economist", 9/4/94; "Financial Times", 21/6/94; y elaboración propia.

del marco es aún más estable y nunca se ha alejado más de un 10% de su nivel medio a largo plazo durante todo el período de flotación. Esta estabilidad contradice claramente el dictamen del índice Big Mac, y nos envía la primera señal de alarma de que quizá el argumento en favor de la depreciación de las monedas europeas frente al dólar no es tan nítido.

Pero el resultado más singular (y coincidente con la impresión deducida del índice Big Mac) que se desprende del gráfico núm. 3 es, sin duda, la notable apreciación en términos reales que registra el yen en la época reciente, de un 25% a un 30% desde finales de 1992. El dictamen que parecía sugerir -que el dólar se iba a apreciar frente al yen- ha sido claramente refutado por la realidad. Definitivamente, la paridad del poder de compra no ha sido una buena guía. Y ello a pesar de que parecía que apuntaba en la misma dirección que el argumento basado en los tipos de interés...

3. ¿Está la clave en el diferencial de tipos de interés?

El argumento basado en el diferencial de intereses nos indica que una ampliación del diferencial de intereses sobre los activos denominados en esa moneda juega a favor de esa divisa. Nuevamente, se puede discutir si el tipo más relevante es el del mercado monetario o la rentabilidad de los bonos, y si se trata del tipo al contado o el tipo forward que incorpore las expectativas de evolución futura de los tipos, pero no merece la pena entrar en esas disquisiciones porque cualesquiera que sean los tipos de interés elegidos se obtienen resultados muy similares.

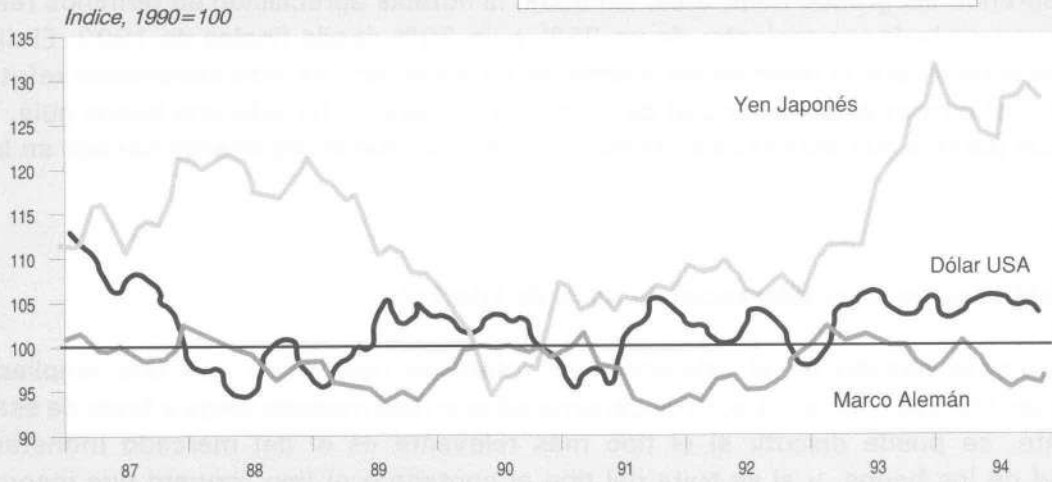
Una rápida inspección de un gráfico como el gráfico núm. 4 tranquilizaría a los creyentes en la potencia del diferencial de intereses como motor de la evolución de las cotizaciones cambiarias. La evolución del tipo de cambio marco-dólar aparece claramente correlacionada con la evolución del diferencial de tipos de interés. Esta era una de las bases para argumentar a finales del año pasado en favor de una apreciación del dólar. Dado que se esperaba que los tipos de interés se movieran al alza en Estados Unidos, y estables o a la baja en Europa y Japón debido a las bien diferentes condiciones cíclicas de las economías respectivas, el diferencial de intereses jugaría claramente a favor del dólar.

Pero un examen más atento del propio gráfico núm. 4 revela la insuficiencia de esta explicación. A pesar de que el marco (según los argumentos basados en la paridad del poder de compra) no se encontraba infravalorado, y a pesar de que se amplió el diferencial de intereses en favor del dólar, a partir de principios de este año la relación se quiebra, y con un diferencial de intereses al alza tenemos un dólar a la baja.

Pero además, el caso del yen es aún menos reconfortante para el argumento basado en el diferencial de intereses. Una ilustración de ello nos la ofrece el gráfico núm. 5. En primer lugar, en el caso del yen ya no está en absoluto tan clara la correlación entre diferencial de intereses y tipo de cambio. Y la divergencia reciente entre la evolución del diferencial de intereses y la del tipo de cambio ha sido mucho más prolongada. Desde mediados de 1991 se viene ampliando el diferencial a favor de Estados Unidos sin que el dólar haga otra cosa que depreciarse frente al yen. Históricamente, no parece que el diferencial de intereses sea un elemento suficiente de soporte del dólar frente al yen hasta que el diferencial de tipos a 3 meses alcance un nivel de al menos 3 puntos porcentuales.

GRAFICO NUM. 3

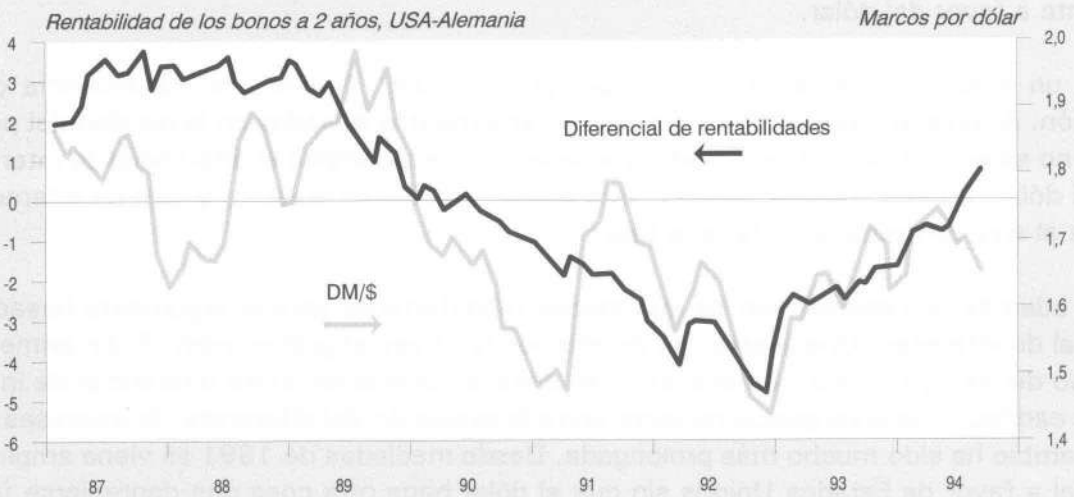
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES DEL DOLAR, EL MARCO Y EL YEN



Fuente: J.P. Morgan.

GRAFICO NUM. 4

EL DIFERENCIAL DE TIPOS USA-ALEMANIA Y EL TIPO DE CAMBIO



Fuente: J.P. Morgan.

En suma, la clave tampoco parece estar en el diferencial de los tipos de interés. Nótese, además, la asimetría. La confianza en la apreciación del dólar se asentaba fundamentalmente en argumentos de tipo paridad del poder adquisitivo en el caso del yen, y fundamentalmente en argumentos de tipo diferencial de intereses en el caso del marco alemán. Ello debía haber disparado la señal de alarma de que en ninguno de los dos argumentos se podía fundamentar sólidamente una apreciación del dólar frente al resto de las principales monedas. Pero entonces, ¿hacia dónde tenemos que mirar?

4. El papel determinante del mercado internacional de capitales para fijar los precios de activos.

Es el momento de cambiar de tercio, y prestar atención al equilibrio de la oferta y la demanda internacionales de capitales. Tradicionalmente, Japón y Alemania han sido los países con superávits de balanza por cuenta corriente, y oferentes netos de capital para el resto del mundo, mientras que Estados Unidos y los países en desarrollo incurrían en déficit de balanza corriente y eran demandantes netos de capital exterior. El esquema era relativamente estable, porque los ahorradores de Japón y Alemania -países superavitarios- invertían de buen grado su excedente de capital en los países deficitarios.

Pero este esquema ha comenzado a resquebrajarse en los últimos años debido a un cúmulo de factores:

- Los países deficitarios e importadores tradicionales de capital han empezado a su vez desear exportar capital. Los inversores de los países deficitarios y, notablemente, Estados Unidos, han desarrollado un apetito por la diversificación internacional de carteras que han intentado satisfacer con la colocación de fondos en activos exteriores.
- Alemania ha dejado de tener un elevado superávit corriente, debido al impacto de la reunificación con Alemania del Este. Ahora Alemania tiene necesidad de los fondos que antes exportaba al extranjero, y en los últimos años se ha convertido en demandante neto de capitales.
- Los inversores japoneses se muestran más reticentes a invertir en activos extranjeros y, en particular, en activos denominados en dólares. En primer lugar, ya tienen un elevado volumen de capital invertido en el extranjero, inversiones sobre las que han registrado cuantiosas pérdidas en los últimos tiempos. Además, las autoridades japonesas vienen recomendando a los inversores institucionales de aquel país una política más prudente de inversión exterior y cobertura.
- Los países en desarrollo han incrementado su demanda de capital. Por una parte, las economías de los países en transición (Europa del Este y antigua Unión Soviética) necesitan enormes sumas de capital para equipararse en dotaciones de infraestructura y capital a las economías de mercado; el ejemplo de Alemania del Este nos indica la magnitud de esta necesidad. Por otra, el rápido crecimiento de América Latina y sobre todo de Asia en los últimos años genera necesidades adicionales.

En resumen, se ha reducido la oferta neta de capitales, y quienes tienen dinero para invertir se resisten a colocar en algunos de los países que lo demandan. La suerte del dólar parece estar echada.

Conviene documentar estos rasgos básicos con las cifras que los respaldan. El cuadro núm. 3 ilustra la aparición de estos desequilibrios desde una primera perspectiva, la de los flujos de ahorro e inversión. Como puede verse, Estados Unidos sufre un problema crónico de insuficiencia del ahorro nacional. Su tasa de ahorro es menos de la mitad de la de Japón, y muy inferior también a la de la Unión Europea y el resto del mundo. Así, aunque el porcentaje del PIB que dedica a inversión sea muy inferior a del resto de los bloques, continúa siendo un demandante neto de fondos del exterior. Las previsiones del FMI indican que esta necesidad de fondos no sólo no se está reduciendo, sino que se ampliará en el futuro inmediato. En este cuadro se pone de manifiesto asimismo que el shock temporal de la reunificación quedará corregido, y que este año y el próximo la Unión Europea volverá a ser oferente neto de fondos. Las crecientes necesidades de financiación de los países emergentes quedan asimismo ilustradas por estos datos.

CUADRO NUM. 3

CUESTAS DE FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMIA MUNDIAL									
(Todos los datos en % del PIB)									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	1995p
Estados Unidos									
Ahorro nacional	16.0	16.6	16.4	15.2	14.6	13.9	14.9	15.6	16.0
Inversión	18.9	18.4	18.2	16.9	15.2	15.5	16.2	17.4	18.0
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	-2.9	-1.8	-1.7	-1.7	-0.6	-1.6	-1.3	-1.8	-2.0
Unión Europea									
Ahorro nacional	20.3	21.1	21.6	21.1	19.9	19.0	18.7	19.4	20.0
Inversión	19.8	21.0	21.7	21.6	20.9	20.0	18.6	19.0	19.5
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	0.5	0.1	-0.2	-0.5	-1.0	-1.0	-	0.3	0.5
Japón									
Ahorro nacional	32.3	33.4	33.8	34.0	34.7	34.4	33.5	32.6	32.0
Inversión	28.7	30.6	31.8	32.8	32.5	31.2	30.4	29.6	29.3
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	3.6	2.7	2.0	1.2	2.2	3.2	3.1	3.0	2.7
Países en desarrollo									
Ahorro nacional	24.5	24.5	25.1	26.2	23.9	24.7	24.0	24.2	25.0
Inversión	25.1	25.8	26.2	26.7	25.4	26.2	26.5	26.5	27.0
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación . .	-0.6	-1.3	-1.2	-0.5	-1.5	-1.4	-2.4	-2.3	-2.0

Nota: Las cifras para 1994 y 1995 son estimaciones del F.M.I.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas económicas mundiales". Mayo 1994

El otro lado de la moneda de estos desequilibrios básicos entre ahorro e inversión son su manifestación en los flujos de balanza de pagos. El cuadro núm. 4 recoge los saldos de la balanza por cuenta corriente en miles de millones de dólares y en porcentaje del PIB para los principales bloques del grupo de países industrializados, junto con las previsiones del F.M.I. para este año y el próximo. Desde la primera mitad de 1991, en que registró un superávit por primera vez en diez años, la balanza corriente americana se ha ido deteriorando de manera sostenida, y en el primer trimestre de este año llegó ya a la cifra de 32 mil millones de dólares, un nivel que no se alcanzaba desde 1988. La sólida recuperación económica en Estados Unidos está ampliando su déficit comercial, y las previsiones el F.M.I. son que el déficit corriente se amplíe hasta el 2.1% del PIB este año y el 2.3% el siguiente. Tras absorber el shock de la reunificación, la Unión Europea registró de nuevo un superávit corriente el pasado año, y la posición continuará

mejorando de forma sostenida. Entretanto, Japón continuará manteniendo su tradicional posición superavitaria.

CUADRO NUM. 4

BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	1995p
Estados Unidos									
Miles de millones de \$	-167.3	-127.2	-101.6	-91.9	-8.3	-66.4	-109.2	-140.3	-165.9
% del PIB	-3.7	-2.6	-1.9	-1.7	-0.1	-1.1	-1.7	-2.1	-2.3
Japón									
Miles de millones de \$	87.0	79.6	57.2	35.8	72.9	117.6	131.4	133.4	125.7
% del PIB	3.6	2.7	2.0	1.2	2.2	3.2	3.1	3.0	2.7
Unión Europea									
Miles de millones de \$	30.2	12.3	1.3	-15.1	-65.5	-67.8	2.4	19.1	30.4
de la cual: Alemania									
Miles de millones de \$	45.9	50.5	57.5	47.3	-19.9	-25.3	-21.9	-13.0	-10.6
% del PIB	4.1	4.2	4.9	2.9	-1.2	-1.3	-1.2	-0.7	-0.5

Nota: Las cifras para 1994 y 1995 son estimaciones del F.M.I.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas económicas mundiales". Mayo 1994

Pero el mero examen de los datos de balanza corriente no transmiten la verdadera magnitud del problema, que se revela en su dimensión apropiada al considerar asimismo los flujos de balanza de capital. Como indica el cuadro núm. 5, la posición de la balanza de capitales de Estados Unidos indica un deterioro aún mayor, tanto por el lado de las entradas de capital como por el de las salidas.

En los años 1987-88, cuando el déficit de la balanza corriente se acercaba a los niveles actuales, las compras de bonos y acciones extranjeros por parte de residentes de Estados Unidos se situaba en torno a 7 mil millones de dólares. En 1993, alcanzó los 131 mil millones de dólares, un nivel unas 20 veces superior. Los factores que han influido en esta creciente internacionalización de las carteras de los inversores estadounidenses son diversas. Las mejoras de las tecnologías de información y de liquidación de operaciones, la liberalización mundial de los movimientos de capital, la concentración creciente de la gestión de carteras en un grupo reducido de gestores de fondos altamente profesionalizados y la mayor información sobre mercados extranjeros ha hecho más consciente a la comunidad de inversores institucionales estadounidenses de las oportunidades existentes en otros países. La disparidad en el ciclo económico y en la evolución de los precios de acciones y bonos entre Estados Unidos y otros mercados hicieron destacar aún más las ventajas de la diversificación internacional.

CUADRO NUM. 5

BALANZA DE CAPITAL DE ESTADOS UNIDOS									
(Miles de millones de dólares)									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994p	
Balanza por cuenta corriente	-167.3	-127.2	-101.6	-91.9	-8.3	-66.4	-109.2	-146.6	
Balanza de capital a largo plazo	29.3	38.7	46.3	-29.7	9.2	19.2	-21.4	-115.0	
Entradas de capital	34.6	46.6	68.4	-0.9	54.0	67.2	103.9	10.0	
Salidas de capital	-5.3	-7.8	-22.1	-28.8	-44.7	-48.0	-125.4	-125.0	
Balanza básica	-138.0	-88.5	-55.3	-121.6	0.9	-47.2	-130.6	-261.6	

Fuente: J.P. Morgan Economic Research.

Esta tendencia va a continuar, dado que los objetivos de diversificación de los gestores de cartera estadounidenses aún no han sido alcanzados. Así, en los cuatro primeros meses del año, los fondos de inversión adquirieron títulos extranjeros por valor de alrededor de 30 mil millones de dólares. En el año curso, la suma del déficit de la balanza por cuenta corriente y de las salidas de capital de Estados Unidos podría incrementar la oferta mundial de dólares en unos 270 mil millones de dólares.

¿Existe demanda suficiente para tanta oferta? Los inversores extranjeros también están diversificando internacionalmente sus carteras, y como resultado, adquieren activos estadounidenses. Así, las compras de títulos estadounidenses por parte de extranjeros se incrementaron un 55% respecto al año anterior. De ellas, el 83% correspondieron a compras de bonos. A pesar de ello, estas entradas fueron insuficientes para compensar el enorme flujo de salidas, de tal forma que la balanza de capital de cartera a largo plazo entró en déficit por primera vez desde 1980. El comienzo de este año no ha sido particularmente benévolo para los mercados de bonos y de acciones, que han experimentado caídas muy pronunciadas. En consecuencia, la inversión extranjera se ha empezado a retraer notablemente (como documentamos más abajo para el caso de Japón) y este año no superará probablemente los 10 mil millones de dólares.

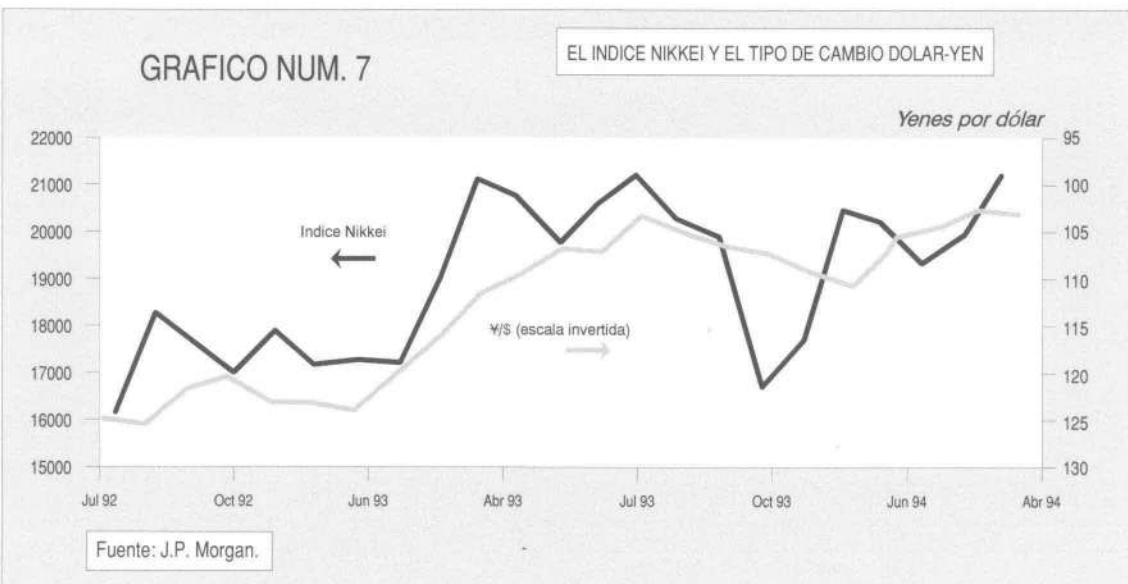
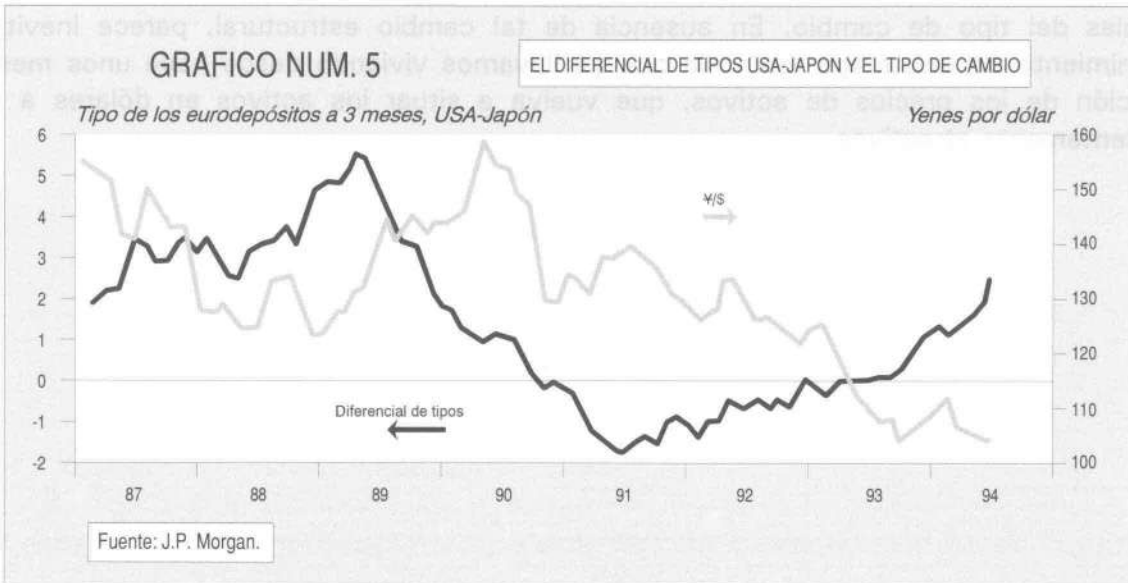
El resultado neto de estos tres componentes -balanza corriente, entradas y salidas de capital- fue en 1993 un déficit de 131 mil millones de dólares, sólo marginalmente superior al déficit alcanzado en 1987, el año del crash financiero.

La súbita pérdida de atractivo de los mercados de bonos y acciones estadounidenses para sus principales compradores. Los inversores japoneses, queda de manifiesto en las cifras de la balanza de capital de Japón, que se recogen en el gráfico núm. 6. A principios de este año se produjo una masiva repatriación de capital hacia Japón, que hay que sumar al elevado superávit por cuenta corriente. Con tan significativo aumento de la demanda, no hay que sorprenderse por la apreciación del yen. La repatriación de capitales hacia Japón y la consiguiente apreciación del yen parecen claramente ligadas al atractivo relativo de los activos japoneses. El gráfico núm. 7 documenta esta relación o correlación. A medida que la bolsa japonesa ha ido ganando en nivel tal como se mide, por ejemplo, por el índice Nikkei (como refleja el gráfico núm. 7), el yen se ha ido apreciando en paralelo.

5. Perspectivas.

En definitiva, los equilibrios o desequilibrios básicos entre flujos financieros nos indican la dirección fundamental del cambio en la cotización de las divisas. Sólo cuando un país se enfrenta a una situación *sostenible* de balanza de pagos (que no tiene por qué necesariamente significar un equilibrio o un superávit de balanza corriente), cabrá esperar que su moneda no se deprecie. En los próximos años, volverá al primer plano de la atención el equilibrio fundamental de balanza de pagos como guía básica para tratar de evaluar el valor adecuado de las monedas, y en este escenario los países crónicamente deficitarios que sean incapaces de atraer capital se verán abocados a la depreciación de sus divisas.

En el contexto actual, la intervención concertada de los bancos centrales del G-7 podría momentáneamente detener la marea, pero eventualmente se verá desbordada por ella. Sólo un acercamiento entre los parámetros básicos de los grandes bloques económicos industrializados (con un incremento de la tasa de ahorro en Estados Unidos, y un incremento del consumo y el gasto en Japón y Alemania) podría eventualmente restaurar los equilibrios básicos a los niveles



actuales del tipo de cambio. En ausencia de tal cambio estructural, parece inevitable el advenimiento de una etapa -como la que ya llevamos viviendo desde hace unos meses- de deflación de los precios de activos, que vuelva a situar los activos en dólares a niveles suficientemente atractivos.

