

## **FUNCAS: Nº 104 DE PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO “LOS TIPOS DE CAMBIO TRAS LA GRAN RECESIÓN”**

### *CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE LIQUIDEZ*

El profesor **Guillermo A. Calvo, U. de Columbia, Nueva York**, plantea, en este número de **PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO** de **FUNCAS**, las principales **causas** que dan lugar a la **crisis de liquidez**, ilustrando dicho proceso mediante el **análisis del papel del dinero fiduciario** en la economía; destacando la **función del sector privado** en la **creación de liquidez** y el papel del **euro** como **generador de liquidez** en el contexto de la **deuda europea**.

“Creo –subraya el profesor **Calvo**- que la **crisis** tiene mucho que ver con **haber ignorado** los **peligros** y los **riesgos** que generan **fuertes cambios** en los **flujos de crédito** que resultan en repentinos empeoramientos de la cuenta corriente (de la balanza de pagos), o en **aumentos** de ciertos precios clave como el de las propiedades (fenómeno que se caracteriza como una apreciación real de la moneda o caída del tipo real de cambio)”.

**Calvo** analiza, asimismo, los fenómenos de la **recuperación sin empleo** y el **papel** de los **tipos de cambio** en la **coyuntura actual**. Respecto a este último, el autor defiende que los **problemas generados** por la **actual crisis financiera difieren** a los evidenciados en **crisis anteriores**, dado que **muchas monedas son demandadas ahora internamente** y no de forma local.

### *TRAS LA CRISIS: ACUMULACIÓN DE RESERVAS Y TENDENCIAS CAMBIARIAS.*

**Enrique Alberola Ila, Lucía Cuadro-Sáez y José Ma Serena Garralda, Banco de España**, analizan el **impacto** de la **crisis** sobre los tipos de cambio y el papel que juega en este contexto la **acumulación de reservas**; evalúan la **vinculación** entre los **fundamentales** de los **tipos de cambio de equilibrio** y el **desarrollo** de la **actual crisis financiera** mundial; destacan el **efecto reductor** de la **crisis financiera** sobre los **desajustes cambiarios** a escala global y subrayan la **continuidad** en la **apreciación** a largo plazo de los **tipos de cambio de equilibrio** de las **economías emergentes**.

Por último, pronostican una **convivencia**, en el **medio plazo**, de las tendencias a la apreciación de los tipos de cambio con la **acumulación de reservas**, teniendo en cuenta la percepción positiva de las reservas por consideraciones de estabilidad financiera, y sugieren que sería necesario que el **ajuste cambiario** se **basara** en los **fundamentales** y, de este modo, se **evite** una **excesiva volatilidad** del **tipo de cambio**. Pero advierten, sin embargo, que la **acumulación de reservas** tiende a **perpetuar** los **desequilibrios globales**.

### *GESTIÓN DEL RIESGO, TIPOS DE CAMBIO Y CRISIS FINANCIERA.*

**Juan-Angel Jiménez-Martín U. Complutense de Madrid** y **Lydia González Serrano U. Rey Juan Carlos**, ahondan en la **gestión del riesgo** como una de las causas fundamentales que subyace en el origen de la **actual crisis financiera** global, y plantean las razones por las cuales la **medición precisa y fiable** del **riesgo** de cambio se ha convertido en un **elemento importante** de **estabilidad financiera**.

Los autores concluyen que las **empresas** e **instituciones financieras** deben ser conscientes del **riesgo derivado** de sus **posiciones** en **activos extranjeros** y de los **pagos** que tienen que **realizar** en un **futuro**, y destacan que, contrariamente a lo esperado, **no se detectan ratios de cobertura más altas** en **periodos de mayor volatilidad**, síntoma claro de la **enorme dificultad** para realizar **operaciones de cobertura** en **periodos tan inciertos** como los actuales, etc.

### *TIPO DE CAMBIO: VOLATILIDAD EN EL MERCADO DE DIVISAS Y ESTRATEGIAS DE COBERTURA DE RIESGO.*

En idéntico plano, **David Cano, AFI**, argumenta que la **variabilidad** del **tipo de cambio** es un **riesgo** financiero analizado, **controlado** y **cubierto** desde hace décadas por los agentes más afectados por él, especialmente los **inversores financieros**. Pero el **aumento del comercio mundial** y la **expansión internacional** de las **empresas no financieras** han provocado que éstas también presenten ahora una **exposición** al **riesgo** de tipo de cambio. Éste es el caso de las **compañías españolas**, que comienzan a ser conscientes de que la **variabilidad** del **tipo de cambio USD/EUR, GBP/EUR, BRL/EUR, HUF/EUR**, etc. es **muy superior** al que se **imaginaban** y, sobre todo, que tiene **importantes implicaciones** sobre variables como los **beneficios**, los **flujos de caja**, las **ratios de balance**, etc.

En consecuencia, se está observando un **aumento** por parte de las **empresas españolas** de la **utilización** de **coberturas financieras** que, en una suerte de «vuelta a lo básico», busca la **sencillez**, así como la **eficacia**, condición exigida por los auditores. El autor contempla, entre otras, la alternativa de **cobertura** para la **financiación en moneda extranjera** a través de los **cross currency swaps**.

#### *EL EURO Y LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO.*

El profesor **Simón Sosvilla, U. Complutense de Madrid** comenta que no existe un consenso sobre impacto del euro en la volatilidad de los tipos de cambio. En los casos del **tipo de cambio del euro** frente al **yen japonés** y a la **libra esterlina** –añade, en el **nº 104 de PERSPECTIVAS de FUNCAS-**, el efecto observado es el de una **reducción significativa** de la **volatilidad** desde **1999**, mientras que para el tipo de cambio **euro/dólar estadounidense** no se **detecta un cambio notable** en la **volatilidad** antes y **después** de la introducción del **euro**.

“Es posible –apunta **Sosvilla-** que la **alta volatilidad cambiaria** se traduzca también en una **acrecentada inestabilidad de precios** de las **materias primas** dado el alto grado de «financiarización» de los mercados y del impacto de los tipos de cambio (sobre todo la cotización del dólar) en los precios de productos básicos. En este sentido, todo apunta que la **incertidumbre** y la **volatilidad** en los **mercados de divisas** se **mantendrán elevadas** durante **2012 y 2013**”.

#### *TIPOS DE CAMBIO: FALACIAS Y TÓPICOS.*

**Juan Ignacio Crespo Carrillo, Cuerpo Superior de Estadísticos del Estado**, analiza y critica, en la publicación de **FUNCAS**, las **obviedades y falsedades** que suelen manifestarse en el **estudio** de las **crisis cambiarias**. Aborda, por un lado, la **relación** entre el **mercado de futuros** sobre **tipos de cambio** y las **cotizaciones**, examinando la influencia de las posiciones cortas (vendidas) o especulativas sobre la **cotización del euro** frente al **dólar**, y, por otro, examina la nueva y aparentemente clara relación entre la **evolución** de la **cotización del euro** frente al **dólar** y el crecimiento comparado de los **balances** de la **Reserva Federal** y del **Banco Central Europeo**

Concluye, “que las **teorías o comentarios** sobre el **comportamiento** de los **tipos de cambio**, cuando son **buenas, iluminan** aspectos parciales de la **relación** entre las **divisas** y cuando son **malas...** En fin, cuando son malas, las más de las veces, son o bien **meras tautologías** o bien diferentes maneras de decir lo mismo. En un **mercado** como es el de **divisas**, con un **volumen de negocio diario** equivalente a **4 billones** de **euros**, utilizar uno sólo de los argumentos mencionados para explicar que las cotizaciones se muevan en una determinada dirección es prácticamente hacer un **ejercicio de hablar por hablar**, que sirve para aprender a razonar pero que **explica bastante poco**”.