

Las relaciones euro-dólar: diez años de equilibrio inestable

Francisco Rodríguez Ortiz¹
Profesor de Economía-Universidad de Deusto

Sumario: 1. Introducción: globalización y relaciones monetarias—2. Nacimiento del euro y su depreciación respecto del dólar hasta 2002.—3. 2003-2007: movimientos pendulares del dólar... con tendencia a la depreciación. 3.1. 2003-2005: movimientos irregulares condicionados por la financiación del déficit corriente norteamericano. 3.2. 2006-agosto de 2008: Depreciación del dólar en un contexto de crisis emergente—4. Del derrumbe financiero internacional al relativo debilitamiento del euro.—5. ¿Es viable un sistema monetario internacional poli-céntrico?—6. Conclusión.

Resumen: El euro ha cumplido diez años y ha experimentado importantes oscilaciones respecto del dólar. Según la intensidad de los ciclos económicos, variación de los tipos de interés y desequilibrios en ambas zonas ha tendido a apreciarse o depreciarse. Si bien ha podido contribuir a apaciguar las tensiones inflacionistas internas, no ha logrado actuar como factor de dinamización de la economía de la zona euro. Su valoración futura resulta incierta así como resulta también incierto el papel que desempeñará en la crisis actual y en la eventual configuración de un sistema monetario internacional más simétrico.

Palabras claves: euro, crisis, dólar, crecimiento, competitividad, inflación.

Abstract: *It has been ten years since the Euro was introduced and during that time it has experienced a number of fluctuations with reference to the dollar. Depending on the intensity of the economic cycles, variations in interest rates and imbalances in both areas, it has tended to appreciate or depreciate. Although it may have contributed to easing inflationary pressures within the EU, it has failed to act as a growth factor that made the economy of the euro-zone more dynamic. How the value of the Euro will evolve is uncertain, as is uncertain what its role will be in the present crisis and in an eventual configuration of the international monetary system as more symmetrical.*

Keywords: *Euro, crisis, dollar, growth, competitiveness, inflation.*

¹ frodrig@iee.deusto.es

1. Introducción: globalización y relaciones monetarias

La moneda es una potente herramienta de gestión de las relaciones económicas y un instrumento de poder. Según la ya famosa y provocadora fórmula de John Connally, antiguo Secretario de Estado del Tesoro de Nixon, *«el dólar es nuestra moneda, pero es vuestro problema»*.

El euro ha cumplido 10 años el 1 de enero de 2009, aniversario poco celebrado que se ha producido en el peor escenario económico vivido por la Unión Monetaria Europea (UME) desde su nacimiento. La eurozona ha entrado en recesión y esta situación se prolongará en 2009 y parte de 2010. La crisis actual, que tiene crecientes incidencias monetarias, y pese a que su epicentro primero se hallara en Estados Unidos, golpea con virulencia a la zona euro.

Consecuencia de los diversos planes nacionales de rescate de los sistemas financieros y de las ayudas prestadas a las industrias nacionales, las finanzas públicas están incurriendo en elevados déficit y se están incrementando los niveles de endeudamiento respecto del PIB. Así, por ejemplo, los niveles de déficit de Grecia o de Irlanda superarán el 10% del PIB en 2009 y el de España, dependiendo del comportamiento del empleo y de los estabilizadores automáticos, podría rebasar el 8%. Añadido a ello los temores de algún país de la eurozona, comprometido con los bancos de los países del Este, muy endeudados en euros y con unas monedas que se han depreciado drásticamente, de que la quiebra de alguna economía de los Países de Europa Central y Oriental influya negativamente en los balances de su propia banca. De hecho, los bancos de los países del Este están requiriendo ayudas masivas del Estado, del resto de países de la UE y del FMI. Y, la depreciación de su moneda no actúa ahora como bálsamo vía incremento de las exportaciones, vistas las tendencias recesivas que se han impuesto en la economía mundial. Los desplomes que se están produciendo en la deuda podrían ser el preludio a un caos cambiario que afectaría al euro y estas incertidumbres condicionarán la trayectoria futura de la moneda única que ha vivido su máximo «esplendor» entre finales de 2007 y la primera mitad de 2008. Ahora bien, el horizonte tampoco dista mucho de estar despejado del otro lado del Atlántico, lo cual da lugar a oscilaciones erráticas del euro. Los diversos planes de estímulo económico y de rescate financiero emprendidos en Estados Unidos van a dar lugar a un déficit público equivalente al 12,3% del PIB norteamericano y a una deuda pública que va a superar los 11 billones de dólares (73% del PIB). Y, su tendencia habría de ser ascendente hasta el 2012. Todo lo cual preocupa a los inversores extranjeros, como China, principal acreedor de Estados Unidos y le resta fuerza al dólar como moneda de reserva internacional. De hecho, China está planteando, de forma poco creíble, pasar a una nueva moneda de reserva internacional tipo los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI.

Así pues, una de las preguntas claves planteadas por este proceso de crisis global consiste en determinar cómo influirá sobre el papel del euro respecto del dólar, moneda que, pese a los desequilibrios de su economía, sigue siendo la principal referencia del inexistente sistema monetario internacional. Pero estimar lo que vaya a ser la valoración del euro respecto del dólar en un horizonte de medio y largo plazo se nos antoja un problema insoluble. Algunas fuerzas juegan a favor de su apreciación y otras dan lugar a tendencias depreciativas. Sin embargo, resulta tanto más necesario establecer un balance del comportamiento del euro a lo largo de estos diez años frente al dólar cuanto que la crisis financiera ha mutado en una profunda crisis económica y es susceptible de derivar en una crisis monetaria, cerrándose el círculo vicioso de las incertidumbres económicas. Además, los temas referidos al tipo de cambio entre grandes monedas adquieren cada vez más relevancia en el marco de la globalización. Las economías abiertas se muestran deseosas de ganar cuotas de mercado y de trasladar parte de sus dificultades a los vecinos vía valoración competitiva de su moneda. Basta para convencerse de ello remitirse a la gestión de su tipo de cambio por parte de las autoridades chinas. Asimismo, las autoridades norteamericanas han tendido a manipular de forma no cooperativa el valor de su moneda en función de sus objetivos internos de política económica y esta divisa sigue siendo, pese al papel ascendente del euro, la moneda central en la facturación de los intercambios comerciales y flujos financieros internacionales. Pero, no obstante, consecuencia de la mayor liquidez de los mercados norteamericanos, la participación del dólar en las reservas de cambio de los bancos centrales ha seguido creciendo entre 1995 y 2005, al igual que ha crecido la del euro, único competidor posible del dólar, si bien su punto de partida era relativamente menor.

Aunque el dólar siga desempeñando un papel preponderante, la economía norteamericana acumula abultados déficit corrientes, que van parejos con déficit públicos, cuya financiación resulta cada vez más problemática.

Participación de las divisas en las reservas de cambio mundiales (en %)

	1995	2000	2003	2005
Dólar	59,0	66,6	65,9	66,5
Yen	6,8	6,2	3,9	3,6
Libra	2,1	2,9	2,8	3,7
Franco suizo	0,3	0,3	0,2	0,1
Euro	16,0	18,8	25,3	24,4

Fuente: FMI. Aglietta, Michel; Berrebi, Laurent: *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris, 2007, p. 370.

No está garantizado que pueda seguir financiando dichos déficit escudándose en el papel estelar del dólar, el cual le ha permitido absorber gran parte del ahorro internacional a un coste financiero relativamente bajo. Pero estos desequilibrios y la variación en su financiación (adquieren mayor relevancia las inversiones de cartera de corto plazo y las compras de deuda por parte de los bancos centrales respecto de los flujos más estables de inversión extranjera directa) hacen que el dólar tienda a ser más volátil. Paradójicamente, los riesgos monetarios se están concentrando en la paridad euro-dólar cuando el déficit exterior norteamericano respecto de la eurozona no representa siquiera ni una tercera parte de su déficit total. Si bien el dólar parece estar aún algo sobrevalorado respecto de las divisas de algunos países asiáticos con elevada productividad y abultado excedente corriente, no así respecto del euro que se ve impedido a actuar como elemento de dinamización de la mayor parte de las economías de la eurozona. Así pues, la exigencia de un crecimiento económico mundial más equilibrado pasaría por que el dólar se depreciara respecto de las divisas asiáticas, lo cual le plantea muchos problemas a China, y se apreciara respecto del euro. Ahora bien, siendo relevante la valoración del dólar respecto del euro, su importancia ha de ser relativizada en el marco de la UME. La eurozona ha pasado a ser una economía bastante «cerrada» donde, como ocurre en Estados Unidos, los flujos comerciales con el exterior representan un porcentaje reducido del PIB. De ahí que los movimientos del tipo de cambio produzcan menos efectos sobre las variables macroeconómicas de la zona euro comparados con los que tenían en las economías nacionales europeas más abiertas anteriores a la UME. Asimismo, un debilitamiento del euro, que transmite efectos inflacionistas, lo cual puede ser saludable caso de que las economías europeas se adentren por la senda de la deflación, ayudaría poco a las exportaciones extracomunitarias en una coyuntura caracterizada por una intensa recesión de la economía mundial.

2. Nacimiento del euro y su depreciación respecto del dólar hasta 2002

El dólar se apreció sustancialmente respecto al euro entre 1999 y octubre de 2002. Producto de la relativa atonía económica de la eurozona en relación con Estados Unidos y de sus malos resultados relativos en materia de productividad desde los años noventa, el euro se depreció un 23% en términos nominales respecto del dólar entre enero de 1999 y mayo de 2002. La depreciación fue aún más pronunciada en términos reales. Las reglas rígidas de la constitución económica de la zona euro no parecen haber actuado como factor de dinamización económica relativa. Como apuntan Creel,

Laurent y Le Cacheux², la zona euro es una paradoja institucional: ninguna otra parte del mundo ha desplegado tantos esfuerzos desde los años noventa para edificar unas instituciones económicas eficientes y en ninguna otra parte del mundo desarrollado y emergente, salvo Japón, han sido tan decepcionantes los resultados alcanzados.

La euforia vivida por los mercados en torno a la llamada «nueva economía» propició una fuerte apreciación del dólar que, sin embargo, no se justificaba atendiendo a los diferenciales de inflación y de tipos de interés. Sin embargo, resulta de justicia destacar que el euro había nacido con cierto sobrepeso en términos de costes laborales unitarios expresados en dólares. A principios de 1999, eran superiores en un 25% a los norteamericanos. Así pues, por una parte, igualar la competitividad precio europea y americana aconsejaba que el euro deslizará su tipo de cambio hacia la paridad pero, por otra parte, las evoluciones de las respectivas balanzas de pago por cuenta corriente no avalaban una depreciación tan acusada de la moneda europea. La zona euro seguía manteniendo un saldo corriente excedentario, aunque decreciente, por oposición a la fuerte tendencia al deterioro en Estados Unidos.

Los impulsos de la economía norteamericana han ido asociados a las ganancias de productividad inducidas por la intensificación en capital y en progreso tecnológico de los procesos productivos. Los agentes económicos internacionales se convencieron de que permitían un crecimiento sostenido sin tensiones inflacionistas y apostaron por una apreciación del dólar que pasaba a reflejar el mayor dinamismo relativo de la economía norteamericana. Sin embargo, en contrapartida, la fuerte progresión del consumo interno y de la inversión, superior a la escasa capacidad de ahorro interno norteamericano, impulsada por la revalorización del precio de los activos financieros e inmobiliarios, generaba un importante deterioro de la balanza corriente. La vitalidad del dólar hallaba así su talón de Aquiles en una tasa de ahorro negativa y era tributaria de que prosiguieran las entradas de capitales privados de los no residentes así como las provenientes de los bancos centrales asiáticos.

Así pues, las relaciones dólar/euro invalidaban las prescripciones del modelo teórico referido a los intercambios comerciales, aunque comprensibles atendiendo a los movimientos de capitales que venían inducidos por expectativas de crecimiento y de rentabilidad superiores en Estados Unidos. Los mercados manifestaban un apetito desmesurado hacia los activos en dólares. Así, por ejemplo, los propios flujos de fondos procedentes de Eu-

² CREEL, Jérôme; LAURENT, Eloi; LE CACHEUX, Jacques: «Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro», *Revue de l'OFCE*, n.º 102, Presses de Sciences Po, Paris, novembre 2007, p. 252.

ropa, muchos de los cuales bajo forma de inversión extranjera directa, han contribuido a financiar el abultado déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente norteamericana y han estimulado la tendencia apreciativa del dólar respecto del euro. Este movimiento empieza a perder fuelle a partir de 2001 y la financiación del déficit corriente norteamericano tiende a fragilizarse a partir de dicha fecha. Así, el importe de los flujos de inversiones extranjeras directas (IED) fue recortado en un 50%³ entre 2000 y 2003 mientras el déficit corriente se seguía deteriorando en un 29%. La financiación del déficit iría evolucionando en beneficio de los activos a corto plazo y de las compras de deuda pública por parte de los bancos centrales, sobre todo asiáticos.

También parece haber jugado a favor del dólar durante este período el hecho de que la economía norteamericana capease mejor las sucesivas crisis de los países emergentes durante la segunda mitad de los años noventa y, como apuntábamos, se benefició de las expectativas favorables generadas por la aplicación de las tecnologías de la información y de la comunicación (TICs) a los procesos productivos permitiéndole crecer a ritmo sostenido frente a la relativa atonía manifestada por las economías europeas.

No cabe duda de que el «*policy-mix*» llevado a cabo por el tandem Clinton-Greenspan ha contribuido más a explicar el crecimiento en Estados Unidos que la tan concurrida flexibilidad del mercado de trabajo. El principal carburante del crecimiento, tanto del lado de la demanda como de la oferta, ha sido una política monetaria acomodaticia, que iba a ser fuente, no obstante, de los desequilibrios y desajustes posteriores. Esta política monetaria ha ido acompañada por una política presupuestaria que ha liberado recursos para la inversión privada y ha contribuido a mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. El mayor crecimiento potencial de Estados Unidos y unos beneficios crecientes de las empresas norteamericana han empujado a una fuerte apreciación del dólar entre 1999 y la primera mitad de 2002 y le han permitido financiar sus déficit gemelos con nula prima de riesgo país.

Así pues, el abultado debilitamiento del euro hasta mediados de 2002, pese a que la política monetaria del BCE fuera más restrictiva, parece hallar su causa principal en el mayor atractivo para las inversiones a largo plazo del área del dólar. En cuanto a la depreciación del euro, corregía parte de la sobrevaloración que había acompañado su alumbramiento y tampoco desagradaba a los países centrales de la eurozona, tanto menos

³ Los flujos de IED son considerados el colesterol bueno de los movimientos internacionales de capitales. Son más estables y muestran mayor grado de compromiso con la situación económica general del país receptor. Contribuyen a reforzar el tejido productivo y a difundir las innovaciones tecnológicas.

que no transmitía efectos inflacionistas significativos al ser bajos entonces los precios de las principales materias primas. Ahora bien, muchos políticos y economistas norteamericanos empezaron a mostrarse incómodos con la política del dólar fuerte al entender que actuaba como un escollo para una recuperación más sostenida de la economía norteamericana y ahondaba en el deterioro de las cuentas externas, si bien han de ser matizados los datos referidos al incremento del déficit exterior norteamericano ya que una tercera parte de dicho incremento proviene del comercio de las empresas norteamericanas con sus propias filiales extranjeras en lo que forma parte de una estrategia de deslocalización y de valorización global del capital. Aún así, las autoridades políticas norteamericanas empezaban a no ver con malos ojos una depreciación del dólar que frenara las deslocalizaciones industriales y contribuyera a sostener la actividad y crear más empleo en suelo norteamericano.

3. 2003-2007: movimientos pendulares del dólar... con tendencia a la depreciación

3.1. 2003-2005: movimientos irregulares condicionados por la financiación del déficit corriente norteamericano

Tras el pinchazo de la burbuja tecnológica y los acontecimientos de septiembre de 2001, la Reserva Federal norteamericana profundizó en la bajada de los tipos de interés para evitar que la economía cayese en la deflación. Los tipos de interés reales pasaron a ser negativos y los inversores extranjeros se empezaron a mostrar más renuentes a financiar un déficit corriente ascendente, que rebasaba el 6,2% del PIB en 2005. La administración norteamericana se inclinó por favorecer una depreciación del billete verde, que mermaba el valor de la deuda contraída, como solución parcial al deterioro del desequilibrio exterior, el cual derivaba en primer lugar del mayor dinamismo de la economía que provocaba flujos crecientes de importaciones. Sin embargo, los efectos reales de la depreciación sólo podían ser marginales. En efecto, las elasticidades precio del comercio exterior son demasiado débiles y la corrección de este desequilibrio suele requerir una inversión de los ritmos de crecimiento de Estados Unidos respecto del resto del mundo. La amplitud del déficit corriente norteamericano era de tal envergadura que una leve depreciación del dólar no bastaría. Consecuencia del proceso de deslocalizaciones manufactureras y del recrudescimiento de la competencia de los países emergentes, que desembocan en una pérdida de cuotas de mercado no compensada por la tendencia a la mundialización de los servicios inducida por las nuevas tecnologías, es que

una depreciación suave del dólar pierda eficacia en su labor de reabsorción de los desequilibrios.

«Debido a estos cambios estructurales en la especialización internacional, la sensibilidad de las importaciones y de las exportaciones americanas a la depreciación del dólar es débil. Por contra, la sensibilidad de las importaciones al crecimiento de la demanda interna y la sensibilidad de las exportaciones al crecimiento de la demanda en el resto del mundo son elevadas. La bajada del dólar ha dejado de ser eficaz para reabsorber el desequilibrio de la balanza de pagos, sobre todo si es unilateral y general. Dada la incapacidad demostrada de la zona euro para promover un crecimiento autónomo, la apreciación del euro dificultaría aún más la recuperación económica en Europa o, incluso, la abortaría. La situación prevaleciente en Asia es más compleja al coexistir países en crecimiento elevado (China, Corea, Malasia) con países que tienen dificultades para salir de la deflación y del estancamiento económico (Taiwán, Singapur, Hong-Kong). En cuanto a Japón combina la persistencia de la deflación con una recuperación alentadora de la actividad económica, aunque aún poco consolidada»⁴.

Así pues, difícilmente será contrarrestada la tendencia a la desindustrialización norteamericana, salvo en la alta tecnología, por una depreciación del dólar ya que son bajas las elasticidades del comercio exterior respecto del tipo de cambio real. Para Aglietta, el retorno a un cierto equilibrio de la balanza comercial norteamericana sólo podía provenir de una contracción sostenida de su demanda interna, lo cual habría incertidumbres para la sostenibilidad del crecimiento del resto del mundo. El ajuste del desequilibrio ahorro/inversión de Estados Unidos parecía pasar por una ralentización del crecimiento estadounidense y un repunte de la demanda interna en Europa y, más aún, en Asia.

«En el estado actual de la estructura del comercio internacional, el ajuste requiere ante todo una fuerte contracción de las importaciones, por lo tanto de la demanda interna. Se necesita pues una inflexión de la política económica en un sentido restrictivo. Lo cual significa que una de las ventajas cruciales de la divisa-clave ha desaparecido. Para que este cambio necesario de orientación no produzca una recesión, los Estados Unidos han de contar con la cooperación del resto del mundo. Sin embargo el entorno político no se presta a ella»⁵.

⁴ AGLIETTA, Michel: «L'économie américaine au fil du rasoir», en: Chevalier, Jean-Marie; Mistral, Jacques: *La raison du plus fort*, Robert Laffont, Paris, 2004, p. 31.

⁵ AGLIETTA, Michel: «L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée?», in: CEPII: *L'économie mondiale 2006*, La Découverte, Paris, 2005, p. 62.

La corrección del déficit exterior norteamericano vía tipo de cambio resultaba tanto más ardua de alcanzar cuanto que los países asiáticos, más volcados hacia la exportación y con escaso mercado interno, se han opuesto a que se apreciara su moneda y sus bancos centrales han tomado el relevo de los inversores privados para absorber los dólares emitidos en contrapartida de los déficit gemelos norteamericanos, lo cual frenaba la intensidad del proceso de depreciación del dólar pese a ser la primera potencia económica y financiera el principal deudor mundial. Así, en lugar de favorecer el sistema monetario internacional una transferencia del ahorro de los países centrales hacia los países emergentes, estimulaba una canalización del ahorro del resto del mundo hacia Estados Unidos para financiar el consumo a crédito del país más rico del planeta. Estos procesos ya hacían planear el riesgo de una crisis financiera y monetaria global y erigían a las economías asiáticas en general, y a China en particular, en un polo determinante de estabilidad de las finanzas internacionales. Obviamente, en la medida en que el dólar es la principal moneda de referencia del sistema monetario internacional, Estados Unidos y sus agentes económicos no padecen las mismas restricciones de financiación que los demás países y, precisamente, la insostenibilidad financiera de los déficit pasaría a ser manifiesta si se produjera una crisis de credibilidad del dólar que llevase a los acreedores internacionales, privados y públicos, a dejar de absorber más deuda estadounidense. Además, según Artus⁶, la situación norteamericana era preocupante puesto que la parte más significativa del déficit exterior norteamericano provenía del sector público. En Japón, por el contrario, aun siendo más abultado el déficit público, no hacía sino compensar el exceso de ahorro privado. Su idea es que los déficit públicos no son justificables cuando no compensan un exceso de ahorro privado. Así pues, si se pasaban a valorar los desequilibrios reales de la economía norteamericana, se podía producir una estampida ante el dólar, la cual únicamente podría ser atajada subiendo los tipos de interés, lo cual impactaría tanto más negativamente en el consumo y la inversión cuanto que se habían generalizado las compras a crédito. De hecho, hasta que no estalló la crisis hipotecaria y financiera, el mayor temor de la economía mundial radicaba en que una crisis de financiación del déficit corriente norteamericano acarrase más temprano que tarde una crisis del dólar que colocara al mundo al borde del precipicio de una crisis monetaria y financiera.

Al final, las autoridades y los mercados alimentaron el debilitamiento del dólar para que las exportaciones pudiesen tomar el relevo parcial de un consumo privado excesivo financiado con endeudamiento. Se pretendía

⁶ ARTUS, Patrick: «La prospérité à crédit», en: Chevalier, Jean-Marie; Mistral, Jacques: *La raison du plus fort*, Robert Laffont, Paris, 2004, pp. 48 y ss.

que el crecimiento norteamericano fuera más equilibrado y sostenible, tanto más cuanto que una depreciación controlada y mantenida en límites estrechos tiene como «ventaja» abaratar el precio de los activos norteamericanos y facilita pues el drenaje hacia Estados Unidos de los capitales necesarios para financiar su déficit corriente. Pero, ¿qué efectos surtía esta depreciación sobre el euro y la economía de la eurozona? La apreciación del euro en un marco de tendencia al encarecimiento del precio del crudo y principales materias primas contribuía a apaciguar las presiones inflacionistas y si la inflación era mantenida dentro de los márgenes elegidos por el BCE, éste se manifestaba más proclive a no endurecer su política monetaria. De hecho, los tipos del BCE iban a permanecer en el 2% entre 2003 y diciembre de 2005, lo cual iba a alimentar la expansión de burbujas financieras e inmobiliarias en varios países europeos. La contrapartida a esta apreciación del euro estribaba en que ahondaba en la atonía de la mayor parte de las economías de la zona euro que habían de soportar en solitario el peso del ajuste a la baja del dólar toda vez que las autoridades chinas y japonesas descartaron una apreciación de su moneda. Así, el dólar se iba a depreciar en un 60% desde sus máximos de octubre de 2000 y su valoración de principios de 2005 (1,36 dólares por euro). Pero la apreciación del euro tampoco producía efectos simétricos en las varias economías europeas. Tendía a perjudicar relativamente menos a aquellos países especializados en productos de alta tecnología y de demanda elevada, menos sensible a los incrementos de precios, respecto de las economías especializadas en producciones más banalizadas. Así, mientras Alemania revalidaba su puesto de primera potencia exportadora mundial, el déficit corriente español ya se disparaba por encima del 7,3% del PIB en 2005.

Sin embargo, temerosas de los efectos inflacionistas asociados a su depreciación, que estaban llevando la Fed a endurecer de forma significativa desde junio de 2004 el sesgo de su política monetaria, las autoridades norteamericanas propiciaron un cambio de rumbo, que se reflejaría en una tendencia a la apreciación del dólar a partir de la segunda mitad de 2005. La revalorización de la moneda norteamericana respecto del euro resultaba tanto más factible cuanto que Estados Unidos gozaba de un mayor dinamismo económico, de mayores ganancias de productividad y, además, brindaba a los inversores europeos un diferencial de interés y expectativas de revalorización del precio de los activos adquiridos. Esta apreciación del dólar no fue más profunda y resultó transitoria porque los inversores internacionales seguían manteniendo muchas dudas en torno a los desequilibrios norteamericanos y su financiación y no descartaban que las tendencias de fondo del dólar fueran depreciativas largo plazo, tanto más cuanto que los tipos de interés habrían de elevarse en la eurozona en cuanto la coyuntura económica presentara signos de mejoría.

3.2. 2006-agosto de 2008: Depreciación del dólar en un contexto de crisis emergente

A partir de 2006, las autoridades norteamericanas, pese a propagar a los cuatro vientos que defendían un dólar fuerte «según condiciones de mercado», iban a favorecer una fuerte depreciación del dólar, la cual se agudizó aún más en 2007 debido al deterioro de las expectativas de crecimiento de una economía muy tocada por el colapso del mercado inmobiliario y el tensionamiento de las condiciones crediticias. La crisis de las «*subprime*» obligó a la Fed a modificar la orientación de su política. Hubo de proceder a recortes abultados de sus tipos de interés que precipitaron las tendencias depreciativas del dólar. Como apuntara Philippe Ithurbide⁷, el manejo de la política monetaria por parte de la Fed se tornaba más difícil toda vez que se veía confrontada al dilema de dar continuidad a un crecimiento desequilibrado o, por el contrario, crear las condiciones para un aterrizaje suave de la economía, siempre que fuera posible y no fuera ya demasiado tarde, que diese lugar a la reabsorción de los muchos desequilibrios que se habían ido acumulando.

«La elección de la Fed, obvia hace cuatro años (dejar que el dólar se depreciara y favorecer el crecimiento), es ahora mucho más compleja. ¿Se ha de seguir privilegiando el crecimiento, o se ha de conceder prioridad a la reabsorción de los déficit, al restablecimiento del ahorro doméstico, a la lucha contra la inflación y al apaciguamiento del mercado inmobiliario?».

El estallido de la crisis hipotecaria y financiera en Estados Unidos iba a propiciar unos comportamientos dispares de la política monetaria norteamericana y europea, que iban a alentar la tendencia a la depreciación del dólar respecto del euro. La Fed, al ser Estados Unidos el centro de la crisis, iba a erigirse en principal fuerza de gestión de dicha crisis e iba a tener una política más activa y anticíclica que la del BCE. Así, iniciaría el proceso de bajada de sus tipos de intervención en septiembre de 2007 mientras que el BCE, que venía anunciando que los iba a incrementar para adelantarse a eventuales efectos inflacionistas de segunda ronda, se acomodaba en el inmovilismo y se conformaba con mantenerlos en el 4%. Procedería incluso, movimiento sorprendente e irresponsable, a subirlos hasta el 4,25% en julio de 2008. La agravación de la recesión económica le obligaría, no obstante, a dar marcha atrás a partir de septiembre de 2008, tras haber perdido algo más de un año. Las autoridades europeas pensaron, erróneamente, que iban a permanecer relativamente inmunes a una crisis cuyo epicentro se ha-

⁷ ITHURBIDE, Philippe: «La magie de Greenspan: réalité ou vue de l'esprit?», *Alternatives Économiques, Économie politique*, n.º 29, Paris, 1.º trimestre 2006, p. 47.

llaba en Estados Unidos y, consecuencia de lo que pensaban ser posicionamientos distintos en el ciclo económico y de la propia independencia de objetivos atribuida al BCE, la política monetaria de la Fed y la del BCE iban a seguir caminos opuestos. La Fed percibió de forma temprana que la crisis de los sectores inmobiliario y financiero se iba a trasladar a la economía real vía contracción del consumo, paro, desendeudamiento y mayor restricción crediticia y anticipó que la propia desaceleración económica iba a propiciar una remisión de la inflación y una caída del precio de las materias primas. Estos movimientos encontrados de los tipos de interés, con recortes en Estados Unidos y tendencias alcistas en Europa, iban a darle más alas al euro que alcanzaría su cotización máxima respecto del dólar y del yen a partir de septiembre de 2007; niveles luego rebasados casi a diario. En realidad, la Fed, conciente de que se estaban generando burbujas que dificultarían un aterrizaje suave de la economía, ya se decantó a partir de diciembre de 2006 por considerar como riesgo mayor el endurecimiento de las condiciones de crédito respecto de hipotéticos deslices inflacionistas, lo cual la llevó a ver con buenos ojos un nuevo debilitamiento del dólar que estimúlase las exportaciones y supliese parcialmente la debilidad de los componentes internos de la demanda aunque era conocida de que las oscilaciones del tipo de cambio del dólar respecto del euro no iban a producir muchos efectos sobre el desequilibrio externo norteamericano ya que el crecimiento de la demanda interna de productos industriales estaba siendo satisfecho de forma creciente por importaciones provenientes de los países asiáticos.

En contra del ajuste incipiente en la economía norteamericana, las economías de la eurozona aún mantenían en 2007, si bien con tendencia al deterioro, el dinamismo iniciado en 2006. De ahí la actitud más cauta de un BCE que, obsesionado por la inflación coyuntural asociada al repunte del precio de las materias primas, fue incapaz de anticipar la intensidad de la crisis. Consecuencia de ello fue la tendencia creciente a una excesiva apreciación de euro que, a la vez que contenía las presiones inflacionistas, para gozo del BCE, contribuía a lastrar el dinamismo del sector exterior en un momento en el que los componentes de la demanda interna mostraban signos obvios de debilidad. Asimismo, la fuerte apreciación del euro contribuyó a impulsar los procesos de deslocalización industrial de las inversiones de la zona euro hacia el área dólar para ganar competitividad. Un ejemplo paradigmático de ello fue la deslocalización parcial de Airbus hacia Estados Unidos. El euro fuerte reforzaba, salvo en el caso alemán, la tendencia a la desindustrialización de las economías europeas.

Estas eran las tendencias estructurales de fondo sobre las que se basaba la vitalidad de la moneda europea, la cual se vio impulsada también en lo coyuntural por el hecho de que China y la mayor parte de los países asiáticos, los países productores de petróleo y Rusia estaban apostando por una

mayor diversificación de sus reservas, aunque habrían de actuar con cautela ya que una radicalización de sus movimientos contra el dólar produciría un desplome de éste y una fuerte erosión del valor de sus reservas en dólares. Además, todos sabían que una excesiva apreciación del yuan respecto del dólar lastraría la competitividad de las exportaciones chinas y comprometería la continuidad de su programa de modernización económica al carecer de suficiente demanda interna. Así, el euro no se apreció más respecto del dólar, moneda que en 2007 ya estaba infravalorada en términos de paridad de poder adquisitivo respecto del euro, porque siguieron las compras de activos en dólares por parte de los principales países asiáticos.

Sin embargo, aun cuando el euro había rebasado su precio de equilibrio respecto del dólar, su apreciación no ha perjudicado tanto a Alemania cuya competitividad depende menos de la evolución de los precios relativos en contra de lo que ocurre en las economías más especializadas en productos banalizados de menor valor añadido.

«La apreciación de la moneda constituye un factor de asimetría, por lo tanto de divergencia añadida en el seno de la zona euro, puesto que ventaja fundamentalmente a los exportadores alemanes: la elasticidad precio de las exportaciones alemanas es débil, mientras que, producto de las deslocalizaciones, sus importaciones de bienes intermedios y de componentes son cada vez más importantes. Sacan provecho de un euro fuerte»⁸.

Así, no sólo las autoridades comunitarias no han sabido aprovechar el régimen de tipos de cambio flotantes para transformar el euro en una herramienta de mejora de la competitividad, sino que el BCE se había adueñado del tipo de cambio para satisfacer el logro de su objetivo antiinflacionista y, en la medida en que era alcanzado dicho objetivo, tendía a mejorar la credibilidad de la moneda europea y, por lo tanto, se profundizaba en su apreciación. Así, Jérôme Creel, Éloi Laurent y Jacques Le Cacheux podían referirse al rapto de la política del tipo de cambio por parte del BCE.

«El BCE sólo se decide llevar a cabo una política del tipo de cambio, que no es sino la continuidad de su política monetaria mediante otros medios, únicamente cuando la evolución del tipo de cambio amenaza la tasa de inflación. La política de cambio de la zona euro bajo la batuta del BCE es pues residual, unívoca y asimétrica. Sin embargo, los Tratados Europeos establecen que se trata de una competencia compartida y que incumbe al poder político definir los objetivos»⁹.

⁸ ARTUS, Patrick; Virard, Marie-Paule: *La globalisation: le pire est à venir*, La Découverte, Paris, 2008, p. 133.

⁹ CREEL, Jérôme; LAURENT, Éloi, LE CACHEUX, Jacques: «La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE», *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, Paris, janvier 2007, p. 13.

Ahora bien, la relativa fortaleza contraproducente del euro desde el punto de vista económico no sólo se debía a una gestión desafortunada del BCE sino que derivaba de los propios deméritos del dólar en un contexto en el que la economía central del capitalismo se adentraba en la recesión sin lograr siquiera superar sus desequilibrios económicos. Producto de lo que es el sistema monetario actual y de su propia debilidad institucional, la eurozona ha de asumir con demasiada frecuencia las consecuencias económicas provenientes de unas decisiones de política monetaria y económica externas a su ámbito de decisión. Así, según Fitoussi:

«Nuestra moneda volverá a depreciarse cuando... el gobierno norteamericano así lo decida. Acusamos las estrategias de cambio de otras regiones del mundo que determinan el valor de nuestra moneda, cuando podríamos liberarnos de esas trabas para lograr que el tipo de cambio del euro fuera más coherente con las necesidades de la economía europea»¹⁰.

Pero el margen de maniobra de las autoridades norteamericanas tampoco era ilimitado. ¿Sería capaz la economía norteamericana de atraer suficiente capital extranjero para financiar su déficit corriente si el dólar se depreciaba de forma desordenada? De solución aparente a la resolución de los desequilibrios externos, la depreciación podría transformarse en elemento añadido de crisis. Aunque, por relevante que fuera dar continuidad al proceso de compra de activos de deuda por parte de las autoridades asiáticas, más eficaz habría resultado para la sostenibilidad del crecimiento mundial que hubiesen reorientado su crecimiento hacia la demanda interna y aceptado una apreciación de su moneda.

4. Derrumbe financiero internacional y oscilaciones del euro

La agudización de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 iba a propiciar una depreciación aparentemente paradójica del euro. Tras alcanzar sus máximos respecto del dólar a mediados de abril de 2008 (1,59 dólares), el euro iniciaría un proceso irregular de retroceso que le colocaría en una relación de cambio similar a la de 2005. Así, alcanzaría un cambio de 1,24 dólares en marzo de 2009. En lo estructural, el dólar parecía recuperar su papel tradicional de moneda refugio una vez se convencieron los mercados que Europa, privada de un directorio económico y político único, se encaminaba inexorablemente hacia la recesión y serían incapaces sus economías de articular una estrategia anticrisis coordinada que atenuara las dificultades de sus entidades financieras y, primando las iniciativas naciona-

¹⁰ FITOUSSI, Jean-Paul: *La politique de l'impuissance*, Arléa, Paris, 2005, p. 70.

les de tinte competitivo, suavizara el deterioro que se iba a experimentar en los mercados de trabajo de los varios Estados miembros. Los mercados pasaron a anticipar que al final la crisis podía ser más profunda y duradera en Europa, privada de estructuras federalizantes, que en Estados Unidos. Europa está demostrando ser estructuralmente débil en tiempos de crisis y se ha quedado corta tanto en lo fiscal como en lo monetario respecto del activismo decidido de las autoridades norteamericanas. El grado de compromiso de la política monetaria y de la política de estímulo fiscal con el crecimiento ha sido el aspecto que más ha diferenciado los dos grandes bloques económicos en la gestión de esta crisis, si bien los europeos argumentan, con razón, que siendo más moderado su paquete de estímulo público y no rebasando en efecto, de forma directa, el 2% del PIB, esa partida sólo se refiere al gasto discrecional. Sin embargo, producto del mayor desarrollo del Estado del bienestar, la cobertura social por contingencias económicas está mucho más desarrollada que en Estados Unidos. Así, los países europeos entienden que el juego de los estabilizadores automáticos derivados del mayor Estado del bienestar ya derogan las reglas de estabilidad fiscal esbozadas por la Unión Monetaria y que un esfuerzo discrecional añadido comprometería la estabilidad a medio y largo plazo de las finanzas públicas. Aunque es cierto que Europa goza de unas redes de seguridad social que le permiten amortiguar los efectos del derrumbe económico, pese a echar mano de un menor activismo macroeconómico, «estos «*estabilizadores automáticos*» no son un sustituto de la acción positiva» como subrayara Krugman¹¹.

«¿Significa todo esto que Europa cometió un error al permitir una integración tan estrecha? ¿Significa, en concreto, que la creación del euro fue un error? Tal vez. Pero Europa todavía puede demostrar que los escépticos se equivocan, si sus políticos empiezan a dar muestras de una mayor capacidad de liderazgo. ¿Lo harán?»¹².

Pero la tendencia depreciativa del euro era demasiado marcada y la demanda de dólares demasiado elevada como para poderse explicar la apreciación reciente del dólar únicamente como producto de unas carencias institucionales europeas que, siendo ya sobradamente conocidas, no impidieron una apreciación del euro en la fase anterior como tampoco impiden lo que parece ser una nueva tendencia a su apreciación desde abril de 2009. En lo coyuntural, las restricciones de crédito en Estados Unidos han empujado a las multinacionales norteamericanas a repatriar dólares para obtener liquidez de sus filiales. Asimismo, el BCE iba a tener que desandar lo caminado e iniciar, con un año de retraso respecto de la Fed, un proceso de re-

¹¹ KRUGMAN, Paul: «¿Qué le pasa a Europa?», *El País-Negocios*, 22 de marzo de 2009.

¹² *Ibidem*.

baja de sus tipos de interés y la fuerte demanda de dólares en todo el mundo obligó a la Fed a firmar acuerdos con varios bancos centrales que habían de rescatar bancos nacionales europeos con una exposición mayor de lo previsto a activos en dólares con problemas. Todo lo cual contribuía a una revalorización del dólar.

Pero, como corresponde a momentos de fuerte incertidumbre, los movimientos apreciativos del dólar no están resultando lineales. En efecto, ciertos factores apuntan a su apreciación futura respecto del euro y otros factores, no menos concluyentes, alimentan tendencias depreciativas. Así, iba a actuar como condicionante potente, la valoración hecha por los mercados a partir de mayo de 2009 del impacto de los diversos planes nacionales de rescate económico y financiero. Pasada la primera fase de pánico, se pasaba a estimar no sólo su capacidad para sacar a la economía de la recesión sino también sus costes financieros futuros y eventual impacto sobre la inflación cuando se recupere la economía. Asimismo, el dólar ha experimentado una nueva depreciación frente al euro a partir de abril-mayo de 2009 toda vez que la Fed ha ahondado a partir de marzo en su política de expansión cuantitativa de su base monetaria para rescatar al sistema financiero mediante la compra a bancos de activos más o menos tóxicos basados en títulos hipotecarios y Bonos del Tesoro.

Así, habiendo imprimido dinero a gran velocidad Estados Unidos, a un ritmo muy superior al de Europa, estando acumulando abultados déficit y deuda pública y abriéndose dudas sobre su pronta recuperación, no parece descartable una depreciación controlada del dólar en un horizonte temporal de dos o tres años, la cual no sólo estimula las exportaciones sino que erige también, vía encarecimiento del precio de las importaciones, un frágil dique de contención contra la deflación. La Fed está intentando estructurar la política monetaria y cambiaría de forma que cuando se produzca la recuperación económica sea más intensa y resulte lo más favorable posible para la consolidación de las finanzas públicas. Por el contrario, una excesiva apreciación del euro, que podría verse favorecida por el hecho de que el BCE no va a recortar más los tipos de interés y no va a optar por comportamientos más heterodoxos potencialmente inflacionistas a largo plazo, entorpece un mayor dinamismo económico de la zona euro, tanto más cuanto que profundiza en las tendencias deflacionistas, y, consecuencia de ello, dificulta la consolidación de las cuentas públicas. De confirmarse la apreciación del euro, sus efectos serán no obstante diferentes según los sectores de actividad puesto que aquéllos muy consumidores de bienes intermedios importados facturados en dólares pueden salir incluso beneficiados.

Pero tampoco está gravado sobre piedra que la apreciación de la moneda europea vaya a ser inevitable. Por una parte, juega en contra de su apreciación el deterioro de las expectativas económicas de la zona euro que,

según el FMI, tendrá un crecimiento negativo del 4,2% en 2009 y, por otra parte, las disciplinas presupuestarias, que tanto habían contribuido a asentar la credibilidad del euro, han saltado por los aires en la mayor parte países de la zona euro. Los planes de estímulo presupuestario de los diversos Estados, combinados con la caída de ingresos asociada a la recesión, llevarán los déficit públicos por encima del 4% en 2009, sin llegar, no obstante, a acercarse siquiera (salvo Irlanda y España) al nivel de déficit público norteamericano. Además, la valoración futura del euro puede verse afectada negativamente por las incertidumbres económicas, financieras y monetarias que afectan a los PECO, potenciales candidatos a pertenecer a la zona euro. Estos países tienen un sistema bancario particularmente débil y se han endeudado en euros y otras divisas «fuertes» con lo cual, al desplomarse sus monedas nacionales, se ha disparado su deuda. Los bancos europeos, que se habían lanzado a comprar bancos locales en la zona de mayor crecimiento de Europa, tienen un elevado grado de exposición (más del 85% de los préstamos a dichos países) que debilita su propio balance. La pronta entrada de estos países en la zona euro, pese a no cumplir con los criterios de disciplina económica y presupuestaria, minaría la credibilidad del euro y provocaría probablemente su depreciación frente a las principales divisas. Este proceso podría derivar, si está mal encauzado, en un incremento de las primas de riesgo país exigible a las diversas economías europeas, tanto más pernicioso cuanto que se han incrementado de forma significativa los niveles de déficit y de deuda.

El movimiento del tipo de cambio euro-dólar ha alcanzado una gran volatilidad. Se caracteriza por un equilibrio inestable y se puede anticipar que las tendencias futuras vendrán más marcadas por expectativas de recuperación económica relativa que por oscilaciones relativas de los tipos de interés o movimientos de las balanzas corrientes. Las valoraciones monetarias son llamadas a ajustarse en este período de fuertes incertidumbres económicas a los determinantes estructurales de los dos grandes bloques económicos. Así es como, en mi opinión, pese a las incertidumbres vigentes en torno a los desequilibrios de la economía norteamericana y a su financiación, unas perspectivas de más rápida e intensa salida de crisis para dicha economía respecto de las europeas podría propiciar una tendencia apreciativa del dólar.

Ahora bien, como apuntara Wolfgang Münchau¹³:

«Sabemos que en un mundo de desequilibrios globales y grandes movimientos mundiales de capital, la teoría económica es prácticamente

¹³ MÜNCHAU, Wolfgang: «Una teoría para la crisis», *Política Exterior*, n.º 127, Madrid, enero-febrero 2009, p. 65.

inservible a la hora de predecir los tipos de cambio bilaterales. Pero la teoría económica nos ha ayudado a comprender algunos aspectos importantes de los tipos de cambio. Gracias al modelo de Rudiger Dornbush sabemos que excederse del tipo de cambio establecido no es la consecuencia de un defecto psicológico de los operadores, sino un hecho perfectamente natural en un mundo en el que el precio de las mercancías no se ajusta de una manera perfecta».

5. ¿Es viable un sistema monetario internacional policéntrico?

¿Significa el hecho de que la globalización esté dando lugar a una nueva redistribución del poder económico en el mundo, con la irrupción de nuevos protagonistas, que el sistema monetario internacional haya de ser multipolar? Y, producto del debilitamiento de la economía y moneda norteamericanas, ¿resultaría viable un sistema más policéntrico? ¿Seremos capaces de crear una estructura de reglas y prácticas similares a las de Bretton-Woods, si bien con un peso atenuado del dólar, o apostaremos por un modelo monetario atomizado, escasamente cooperativo a nivel internacional?

Bajo la aparente homogeneidad de la globalización económica se oculta un mundo complejo en el que la hegemonía de Estados Unidos tiende a ser cuestionada por la existencia de la propia Europa y, más aún por el papel creciente de China. El peso económico relativo de Estados Unidos en el PIB mundial tiende a ser recortado en beneficio de Europa y de los llamados países emergentes¹⁴. ¿Serán capaces estos bloques regionales de impulsar unas políticas económicas y monetarias acordes con sus intereses específicos y articular una vertebración menos asimétrica del Sistema Monetario Internacional? Así, por ejemplo, China y Rusia aprovechan las grietas abiertas por la crisis financiera y económica en las principales potencias para reclamar, de forma propagandística, la creación de una divisa internacional. China posee las mayores reservas en divisa extranjera del mundo y tiene en su haber más bonos estadounidenses que ningún otro país¹⁵.

Está claro que si las autoridades chinas redujeran sus compras de deuda americana, se produciría, *ceteris paribus*, una depreciación abultada del dólar. Cualquier cambio drástico en la composición de la cartera de deuda del

¹⁴ Brasil, Rusia, India y China ya representan en la actualidad más del 16% del PIB mundial, lo cual no significa que la tendencia haya de ser irreversiblemente ascendente ya que su propio dinamismo depende del de Estados Unidos y, en menor medida, del de Europa.

¹⁵ Tiene 1.940.000 millones de dólares en reservas frente al billón de Japón y a los 380.000 millones de Rusia o 290.000 millones de Taiwán y 200.000 millones de Corea del Sur. En materia de bonos estadounidenses, detenta unos 740.000 millones de dólares. Japón tiene unos 635.000 millones y los países de la OPEP detentan en torno a 187.000 millones.

Banco Central chino, preocupado por la tendencia a la depreciación del dólar de estos últimos años y el recorte de rentabilidad de los activos de Estados Unidos así como por la evolución real del importe de deuda de entidades con garantía del Estado como Fanny Mae, Freddie Mac, etc..., surtiría efectos profundos sobre el tipo de cambio de la moneda norteamericana y los tipos de interés.

Que la moneda norteamericana no se deprecie de forma más radical requiere pues que los acreedores de la economía norteamericana sigan mostrándose dispuestos a aceptar dólares. Pero, si China vende un 10% de sus títulos y ello acarrea una depreciación del dólar del 20%, el valor del 90% restante de sus activos se depreciaría en esa misma proporción. En la actualidad es tal la importancia de la deuda contraída por Estados Unidos que los países asiáticos no pueden disparar contra el dólar sin disparar también contra sus propios intereses. El acreedor se halla preso de los intereses del deudor y cuando el deudor es además la primera potencia, que tira de las exportaciones mundiales, cualquier crisis desordenada del dólar es susceptible de ahondar en la gran crisis financiera. El proceso de drenaje del ahorro internacional hacia Estados Unidos sólo se detendrá si los países acreedores perciben que los déficit norteamericanos son insostenibles. El dólar se derrumbaría, salvo que subieran drásticamente los tipos de interés de los bonos estadounidenses. Pero, ¿cuáles serían los efectos de esta subida sobre la economía mundial?

Así, abogar por la multipolaridad monetaria supone sentar como premisa que los países emergentes tienen interés en cuestionar la supremacía del dólar.

La debilidad del dólar parecería afianzar cada vez más al euro como moneda alternativa de reserva, tanto más cuanto que China sigue amenazando con convertir parte de sus reservas en euros de proseguir la fuerte depreciación del dólar. Muchos auguran ante esta situación de debilidad del dólar que ha llegado la hora de definir las bases de un nuevo sistema monetario internacional más multipolar y regulado que se basase en la cooperación de Estados Unidos, China, Japón y la zona euro. Tal es la postura de Aglietta¹⁶.

Su viabilidad parece cuando menos dudosa si tenemos en cuenta que, según datos del Banco de Pagos Internacionales, el dólar está presente en el 86% de las operaciones que transcurren en el mercado de divisas y su moneda desempeña un papel preponderante en las reservas mundiales. Por si fuera poco, sigue conservando su vitola de activo refugio en los mercados en tiempos de turbulencias.

¹⁶ AGLIETTA, Michel: «L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée?», in: *L'économie mondiale 2006*, La Découverte, Paris, 2005.

Además, al haber agotado la política monetaria el atractivo del tipo de interés, el apetito inversor por los bonos va a depender no sólo de cómo evolucionen las reservas de los países emergentes sino también de la propia cotización del dólar. Siendo Estados Unidos una economía muy dependiente de la financiación exterior, necesita atraer flujos abultados de capital, lo cual pasará probablemente por devolverle cierto brío a la cotización del dólar. Ello contribuiría a garantizar una demanda suficiente de bonos pese a la escasa rentabilidad financiera medida por el tipo de interés. Los bonos públicos estadounidenses actúan como activos sólidos y continúan atrayendo también a las autoridades de los países emergentes con exceso de ahorro internacional. Este aflujo de capitales, necesarios para financiar las acciones de la administración Obama, debería favorecer una apreciación del dólar sin que se produjera un repunte *significativo* de los tipos de interés a largo plazo.

Ahora bien, esta dependencia de financiación de fuentes externas se revelaría como un elemento de debilidad estructural del dólar si se llegara a producir una fuerte crisis de confianza que llevara a una estampida de los inversores internacionales en un momento en el que el déficit público va a alcanzar niveles históricamente desconocidos. Estados Unidos, que habría de financiar con sus propios recursos una parte creciente de su deuda, procedería a rebajar aún más sus importaciones mediante la aplicación de medidas proteccionistas y subiría los tipos de interés. La economía mundial se adentraría entonces en una dinámica depresiva.

Suplantar al dólar requeriría además que fueran reunidas, como mínimo, varias condiciones. En primer lugar, como recalca el propio Aglietta, «se impone una condición política para ir en este sentido en Europa. Ha de ser afirmada y asumida la primacía de las autoridades políticas sobre el BCE en materia de objetivos de tipos de cambio. Esto pasa por la existencia de un ejecutivo económico capaz de definir una política del euro»¹⁷.

En segundo lugar, una moneda de reserva mundial, como parecen pedir China y Rusia de forma retórica, exigiría una reordenación cambiaria mundial y requeriría la existencia de una autoridad mundial que se encargara de la gestión y supervisión de la nueva arquitectura monetaria y financiera internacional. Tarea imposible de contemplar en la actual tesitura. El debate impulsado por China y Rusia en torno a la necesidad de crear una nueva moneda internacional parece más bien destinado a forzar a las autoridades norteamericanas para comprometerse con un dólar más fuerte que preserve el valor de sus activos.

¹⁷ AGLIETTA, Michel: op. cit. p. 67.

En tercer lugar, la transición de un sistema centrado sobre el dólar a otro más policéntrico parece pasar necesariamente por una agudización de la crisis económica norteamericana que abre demasiadas incógnitas en torno a la estabilidad de la economía y de las finanzas internacionales. Asimismo, una fuerte depreciación del dólar respecto del yen y del euro sería susceptible de profundizar en la recesión europea y la atonía de las economías asiáticas. Incluso, si fracasaran los planes de rescate norteamericanos y las economías desarrolladas entrasen en deflación, se precipitaría la depreciación del dólar y... se agravaría la propia crisis financiera y económica. Como subrayan Xavier Timbaud y Sabine Le Bayon:

«Europa y Japón se verían afectados de inmediato por un mayor derrumbe del dólar *vía* sus instituciones financieras ya que sus inversiones en dólares degradarían sus balances. De ello podría derivar una crisis de confianza y un pánico bancario. A medio plazo, empeoraría el comercio exterior de estos países como consecuencia de la apreciación de su moneda. Japón volvería a hundirse en la deflación»¹⁸.

El anhelado sistema monetario policéntrico pasa por un mayor deterioro de la economía norteamericana. Escenario que se nos antoja poco deseable. Sin embargo, parece deseable que se institucionalicen los mecanismos de una mayor cooperación monetaria internacional para que el peso económico del debilitamiento del dólar no sea soportado casi en exclusiva por el euro.

6. Conclusión

El euro ha tendido a apreciarse frente al dólar a lo largo de sus diez años de existencia, si bien de forma irregular y según oscilaciones del ciclo y política económica norteamericana. Al ser percibido el euro como una herramienta de estabilidad sin crecimiento, no ha logrado concitar adhesiones entusiastas. Algunos países se resisten a sumarse y sólo se quieren adherir aquellos más expuestos a turbulencias cambiarias. Sin embargo, la estabilidad proporcionada por la zona euro encierra grandes virtudes: hasta la crisis actual, los tipos de interés a largo plazo han permanecido cercanos a los alemanes. En cuanto a los tipos de interés a corto plazo, pese a las críticas que se pueden formular a las fobias antiinflacionistas del BCE, han permanecido inferiores a aquellos antaño necesarios para defender el tipo de cambio de los ataques especulativos tanto más cuanto que cualquier debilidad

¹⁸ TIMBAUD, Xavier; Le Bayon, Sabine *et al.*: «Les promesses de l'ombre: scénarios 2008-2009 pour l'économie mondiale», *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences Po, n.º 107, Paris, octobre 2008, p. 152.

del dólar daba lugar a una demanda masiva de marcos alemanes que obligaba los países de su entorno a subir sus tipos de interés.

Ahora bien, se observa que la zona euro tiene dificultades para controlar los movimientos de su moneda, muchos de los cuales contribuyen a trabar el dinamismo de sus sectores industriales. Por el contrario, los movimientos del dólar tienden a ser contracíclicos: la moneda tiende a apreciarse cuando la economía es expansiva y tiende a depreciarse caso de ralentización o recesión, lo que contribuye a sostener la actividad. El desarrollo de la crisis económica actual y las diversas respuestas aportadas a la misma a los dos lados del Atlántico no permiten al euro erigirse como alternativa factible. Aparece únicamente como una moneda emergente que ha de hacer sus pruebas en la gestión de la crisis actual y asentar un directorio económico y político consolidado. Tarea difícilmente concebible a medio plazo.