# Guerra de divisas: ganadores, perdedores y solución cooperativa

Ante la llamada «guerra de divisas» de las últimas semanas, ha habido propuestas para alcanzar un acuerdo similar a los de Plaza o Louvre a mediados de los ochenta. Una solución de carácter cooperativo para el conflicto exige, sin embargo, que determinados países acepten revaluar sus monedas. Pero, en un entorno económico mundial deflacionista, ningún país está dispuesto a aceptar una moneda más fuerte. Analizamos las claves de la guerra de divisas y su posible solución en los próximos meses.

*Departamento de Análisis de Afi*

*Imagen propiedad de Thinkstock.*

### Antecedentes

Son de sobra conocidas las consecuencias negativas que sobre el crecimiento económico tiene el establecimiento de medidas proteccionistas con el objetivo inicial de defender la producción interna del país. La tarea de mantener un equilibrio competitivo en las relaciones comerciales pasa también por tener un tipo de cambio que no provoque alteraciones significativas en dichos intercambios. En este sentido, y teniendo en cuenta el actual entorno mundial deflacionista, ningún país está dispuesto a aceptar una moneda fuerte por los riesgos que supone para la recuperación la pérdida de competitividad.

Así, tanto países desarrollados como emergentes están llevando a cabo intervenciones de distinta índole en el mercado de divisas con el fin de poner freno a la tendencia apreciadora generalizada de sus monedas. De menor a mayor grado de condicionamiento explícito del comportamiento del mercado de divisas, podemos encontrar medidas de política monetaria, intervenciones directas en el mercado o controles para la entrada de capital extranjero.

Las señales de flexibilización que está ofreciendo la Reserva Federal de EEUU en materia de política monetaria a través de medidas adicionales de *quantitative easing* han provocado una depreciación significativa de la moneda estadounidense desde finales de agosto. Por el contrario, el BCE no parece dispuesto a adoptar medidas adicionales de «expansión cuantitativa», desligándose de la trayectoria del discurso de las autoridades estadounidenses. La consecuencia ha sido una fuerte apreciación frente a sus principales cruces.

### Soluciones adoptadas, variables afectadas y posibles cauces futuros

Las reacciones más recientes a la debilidad del dólar han sido las del Banco de Japón y del Ministerio de Finanzas de Brasil a través del anuncio de intervenciones y el aumento de los controles de capitales, respectivamente, con un éxito dudoso: desde el anuncio de la intervención en el mercado por parte del Banco de Japón, el yen no sólo no se ha depreciado, sino que ha acentuado su fortaleza frente al dólar, hasta llevar al tipo de cambio a mínimos de los últimos 20 años, mientras que el real brasileño se sitúa en niveles de máxima fortaleza de los últimos tres años. Es cierto, no obstante, que no sabemos cuál hubiera sido la trayectoria de estas divisas en ausencia de estas medidas (posiblemente, la apreciación hubiera sido mayor).

En paralelo, el precio de las materias primas y, en concreto, de los metales preciosos no ha dejado de aumentar, recogiendo un efecto refugio de los inversores. Como era de esperar, las divisas más vinculadas a estas materias primas han registrado fuertes apreciaciones frente al dólar (el dólar canadiense, por ejemplo, se ha acercado a la par con su homónimo estadounidense).

Uno de los puntos de atención principales de los inversores es la evolución del renminbi. La divisa china se ha apreciado muy tímidamente: no hay cambios y de entrada, no podemos apostar porque las autoridades chinas opten por dejar flotar con mayor libertad su divisa, en la medida en que pondría en peligro un modelo de crecimiento exitoso basado en exportaciones fuertemente competitivas, que se traduce en una acumulación de reservas muy cuantiosa, y acentuaría posibles pérdidas sobre el contravalor en moneda local de las reservas en dólares del banco central.

**Ante la llamada «guerra de divisas», ha habido propuestas para alcanzar un acuerdo similar a los de Plaza o Louvre a mediados de los ochenta**

Y, por encima de todos, destaca el movimiento del euro. La divisa europea se ha apreciado más de un 15% desde los mínimos observados a mediados de agosto, favorecido por la actitud displicente del BCE, que tan sólo se ha pronunciado en contra de la «elevada volatilidad» de los mercados, pero que ha dado señales, al mismo tiempo, de endurecimiento en la provisión de liquidez. Las intervenciones en los mercados de divisas simplemente no están en la cartera de instrumentos del BCE.

En los últimos meses, algunos países desarrollados se han sumado a las oleadas de intervenciones de los países emergentes para evitar la apreciación de sus mone-

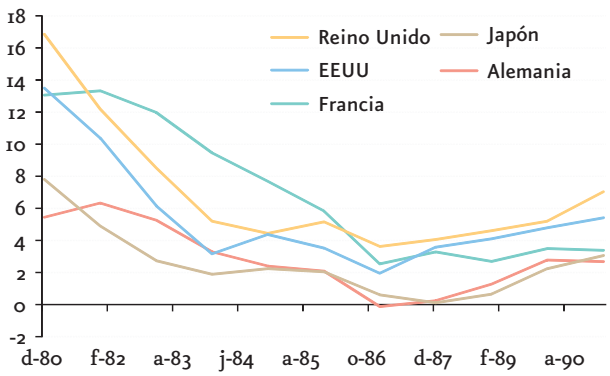
### El papel del FMI y alternativas institucionales

El FMI tiene entre sus funciones centrales la vigilancia sobre los desequilibrios globales y los desajustes de los tipos de cambio.

En la práctica, sin embargo, el FMI se limita, en casos de desalineamiento claro, a señalar, sin demasiada precisión, las monedas cuyo tipo de cambio está sobre o infravalorado de acuerdo con su metodología (en realidad, publica una estimación de la balanza por cuenta corriente de «equilibrio», que permite hacer inferencias sobre el tipo de cambio de equilibrio), pero no tiene instrumentos para presionar a los países para que adopten una determinada política.

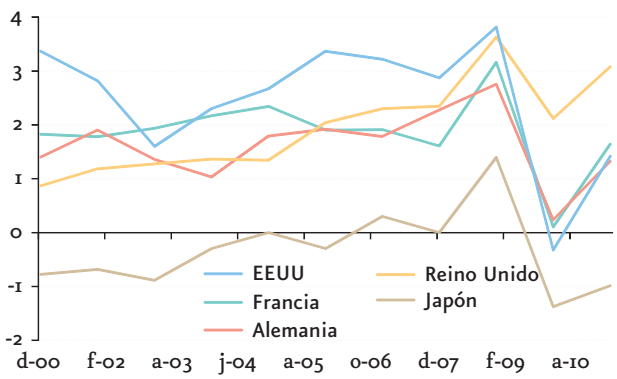
Se ha propuesto que la OMC pueda imponer sanciones a los países que practican devaluaciones competitivas, de manera que el FMI sería quien identificaría al infractor y la OMC impondría la sanción. Pero no se ha alcanzado ningún acuerdo y, tras la reunión celebrada a principios de octubre, parece que tampoco existe una elevada predisposición a actuar. Se ha pospuesto cualquier decisión a las reuniones que en el mes de noviembre celebrarán el G-7 y el G-20.

## Inflación general en distintas economías
(1980-1990)




Fuente: *elaboración propia y FMI.*

## Inflación general en distintas economías
(2000-2010)




Fuente: *elaboración propia y FMI.*

das. Suiza y Japón son los casos más claros de intervenciones anunciadas. Existen considerables dudas sobre la efectividad de las intervenciones más allá de a corto plazo: en principio, sólo las intervenciones no esterilizadas son eficaces (y no siempre), lo que exige aumentar la base monetaria. En coherencia con esta filosofía, Japón ha anunciado y realizado una inyección extra de 2,12 billones de yenes (25 millones de dólares), además de una vuelta a la política de tipo de interés cero.

La acumulación de reservas en otros países revela una estrategia de intervención similar, aunque a veces no declarada. Las cifras de acumulación de reservas en los últimos años, sobre todo en emergentes, revelan estrategias de devaluación competitiva muy generalizadas. La contrapartida es la apreciación de las monedas que no intervienen (el euro, principalmente).

Algunos países emergentes han adoptado controles a las entradas de capitales para frenar la apreciación de sus monedas y evitar (i) una pérdida de competividad que pueda dañar sus exportaciones y (ii) una burbuja de activos. En la tabla «Resumen de medidas adoptadas para contener la apreciación de las divisas de distintas economías» se detallan las principales medidas adoptadas recientemente.

En este punto, es preciso señalar que ésta es la forma más explícita de condicionamiento del comportamiento de los tipos de cambio, seguida de la intervención puntual en los mercados (al estilo de Japón o Suiza) y del establecimiento de medidas de política monetaria ultralaxa (Reserva Federal).

**En ausencia de acuerdo, el euro es el eslabón más débil, porque el BCE no parece dispuesto a medidas adicionales de «expansión cuantitativa» y su marco institucional hace muy difíciles las intervenciones**

El modelo de crecimiento chino descansa en un tipo de cambio depreciado. La ligera apreciación nominal registrada en los últimos años no corrige apenas la infravaloración del renminbi. Las autoridades chinas argumentan que necesitan mantener el modelo actual para ir absorbiendo poco a poco a la población que emigra del campo a la ciudad.

El reciente anuncio de una emisión internacional en renminbi supone un cambio importante hacia el uso de la moneda china como moneda internacional (pero, para ello, deberán levantarse totalmente los controles de cambios). Con un sistema bancario ineficiente y un porcentaje muy elevado de préstamos morosos (que, hasta ahora, no han sido un problema grave por el fuerte crecimiento de la economía), los controles de capitales son necesarios para evitar una salida masiva del elevado ahorro acumulado.

La acumulación de reservas es un riesgo para China y el resto del mundo: para China, porque los resultados del banco central son muy vulnerables a una depreciación del dólar; para el resto del mundo, porque pequeños cambios en la estrategia de inversión de China pueden provocar una alta volatilidad de las divisas y los tipos de interés.

El resto de los emergentes de Asia e, incluso, Japón no pueden despegarse excesivamente de la estrategia de tipo de cambio del renminbi. Sin embargo, todas las divisas asiáticas están registrando intensas presiones apreciadoras frente al dólar, lo que incrementa el riesgo de asistir a más medidas intervencionistas.

### El impacto sobre el euro y potenciales reacciones

El régimen cambiario del euro es en teoría competencia del Eurogrupo (si se firma un acuerdo internacional al estilo del Plaza o del Louvre). En ausencia de este tipo de acuerdo, el tipo de cambio en el mercado es

el fruto exclusivo de la política monetaria del BCE. Y el BCE no contempla la posibilidad de intervenciones en los mercados de divisas, por varios motivos: porque no encaja en su esquema de política monetaria, centrado en objetivos internos; porque actuar debilitando la moneda propia puede ser interpretado como inflacionista, y porque no quiere ver su política monetaria subordinada a la de la Fed.

Es difícil que el BCE cambie de posición en este punto. Pero ¿sería posible que interviniera en el marco de una respuesta coordinada a nivel internacional a los movimientos que están teniendo lugar en el mercado de divisas?

Como posible cauce de solución al «conflicto» se ha sugerido un acuerdo internacional de estabilización de los tipos de cambio (o corrección de las trayectorias claramente incongruentes con los fundamentos o que provocan desequilibrios globales) mediante intervenciones coordinadas (cuya eficacia es mucho mayor que las de las intervenciones en solitario).

Pero el primer requisito para que se puedan plantear este tipo de acuerdos es que haya una solución cooperativa. Y es obvio que, si todos los países quieren devaluar, no existe solución cooperativa.

En parte, esta situación se debe al entorno deflacionista provocado inicialmente por la integración de China en la economía mundial (y su efecto depresivo sobre el precio de las manufacturas) y agravada en los últimos años por la crisis financiera internacional.

En los acuerdos de Plaza, a mediados de los años ochenta, Alemania y Japón aceptaron revaluar sus monedas frente al dólar. En el caso de Japón, esta revaluación fue el origen de la recesión y deflación de la que todavía no ha salido este país, de ahí las reticencias de China a aceptar un acuerdo similar ahora.

En las circunstancias actuales, no hay candidatos a la revaluación voluntaria. Objetivamente, los países que deberían revaluar sus monedas, desde el punto de vista de la corrección de los desequilibrios globales, son aquellos en los que coincide un superávit corriente y una economía dinámica (tanto más si existen presiones inflacionistas).

China sería la principal opción, junto con algunas otras economías asiáticas (pero no la India, cuya balanza corriente presenta déficit). Pero, con la inflación relativamente contenida, el riesgo de revaluar es grande, frente a las ventajas de devaluar o mantener el *statu quo*.

## Conclusión

Es difícil que haya un acuerdo mientras los principales países perciban que la depreciación de la moneda propia sólo tiene beneficios y no costes. La situación podría cambiar si algunos países empiezan a experimentar tensiones inflacionistas. En este sentido, las economías emergentes, dada la mayor fortaleza que están registrando en sus fundamentos económicos, serían aquellas en las que ese riesgo podría materializarse antes.

Entretanto, nuestra percepción es que continuará la guerra de divisas, se generalizarán las intervenciones de carácter unilateral y los países emergentes mantendrán el establecimiento de controles de capitales, mientras que el euro, que parece ser el renglón de ajuste, se apreciará, a menos que el BCE cambie de política, lo que parece improbable ::

**RESUMEN DE MEDIDAS ADOPTADAS PARA CONTENER LA APRECIACIÓN DE LAS DIVISAS DE DISTINTAS ECONOMÍAS**

| País | Medida | Fecha de adopción de la medida | Impacto en mercado (día del anuncio) |
|---|---|---|---|
| Japón | El Banco Central interviene en los mercados de divisas vendiendo yenes para frenar la revalorización de la divisa japonesa frente al dólar (en el mes de septiembre, la autoridad monetaria vendió 2,12 billones de yenes, unos 25.000 millones de dólares). | 15/09/2010 | Fuertes subidas en el Nikkei y depreciación de la divisa desde niveles de 82 yen/dólar hasta 85 yen/dólar en los días siguientes. |
| Brasil | El Gobierno eleva el tipo impositivo del impuesto sobre operaciones financieras (IOF) desde el 2 hasta el 4% para las inversiones extranjeras en renta fija. La medida pretende frenar la fuerte apreciación del real frente al dólar, que continúa apreciándose por debajo de la cota de 1,70 real brasileño/dólar. | 05/10/2010 | El día 5, el Bovespa cerró con un avance del 1,27%, mientras que el día 6 drenó un 1,04%. Ese mismo día, el real brasileño se depreciaba un 0,89% en su cruce contra el dólar |
| Tailandia | El Ministerio de Finanzas de Tailandia ha anunciado la retirada a los inversores extranjeros de la exención del 15% de retención fiscal sobre el rédito de las inversiones en títulos del Estado tailandeses. Se cobrará en las nuevas posiciones iniciadas por inversionistas extranjeros y se aplicará sólo a las inversiones en bonos del Gobierno, bonos del Banco de Tailandia y los bonos del Gobierno estatal. | 12/10/2010 | Débil apreciación del bath frente al dólar (0,3%). La Bolsa tailandesa rebotó un 0,4%. |
| Brasil | El Gobierno sube el tipo impositivo del IOF desde el 4 hasta el 6% para las inversiones extranjeras en renta fija y elevación del impuesto hasta el 6% (desde el 0,38%) en las garantías exigidas en las inversiones en el mercado de derivados brasileño | 20/10/2010 | |

Fuente: *elaboración propia*.