

## Guerra de divisas: entre la política interna y la cooperación internacional

*Federico Steinberg \**

**Tema:** La incipiente guerra de divisas podría llevar a una escalada proteccionista que dificultara la recuperación económica global. En este artículo se analizan los distintos ángulos de la guerra de divisas y sus posibles soluciones.

**Resumen:** Este ARI compara la incipiente guerra de divisas la de los años 30 y explica la relación entre devaluaciones competitivas y proteccionismo. A continuación explora los condicionantes políticos internos que explican la posición de los principales países en relación a los tipos de cambio. Por último, evalúa la viabilidad de las distintas propuestas de coordinación que se han planteado, incluidas las destinadas a modificar la posición de China.

### **Análisis:**

#### *Introducción*

El ministro de Finanzas de Brasil, Guido Mantega, afirmó en las asambleas de otoño del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial a principios de octubre que las principales potencias han entrado en una “guerra de divisas”. Desde entonces, el nerviosismo y la preocupación han invadido las portadas de la prensa económica mundial y la retórica bélica, aplicada a la economía, ha elevado la tensión hasta límites no vistos desde el estallido de la crisis financiera. Si estos problemas cambiarios son el principio de una ola de devaluaciones competitivas que termina llevando al aumento del proteccionismo como en los años 30 todos deberíamos estar preocupados. En aquella ocasión, estas políticas de empobrecimiento del vecino no llevaron al crecimiento, tensaron las relaciones económicas internacionales y abrieron guerras comerciales que solo se cerraron tras la Segunda Guerra Mundial.

Sin embargo, la economía internacional todavía está lejos de esta situación, y además cuenta con instrumentos de cooperación internacional que deberían permitirle evitar el escenario de unilateralismo, descoordinación, nacionalismo y desglobalización que dañaría de forma significativa las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Esto no significa que la situación pueda enderezarse rápidamente. Es mucho más probable que los movimientos sean graduales y poco espectaculares. Pero, en todo caso, todos los protagonistas de esta incipiente batalla ganarían si rebajan el nivel de tensión.

---

\* Investigador principal de Economía Internacional del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid

Esto contribuiría a buscar una solución cooperativa en la cumbre del G-20 que se celebrará en Seúl a mediados de noviembre. De hecho, el problema de los tipos de cambio podría servir para que el G-20 recuperara el impulso que tuvo al principio de la crisis, en 2008 y 2009, y que ha ido perdiendo en las últimas dos cumbres, sobre todo en la de Toronto del pasado mes de junio.

Lo ideal sería que en la cumbre del G-20 se lograra un acuerdo para que China aprecie nominalmente su moneda y la desligue del dólar; EEUU, Japón, la zona euro y el Reino Unido coordinen una expansión monetaria a través de medidas de facilitación cuantitativa; y las restantes economías emergentes especifiquen claramente qué tipo de controles de capital piensan utilizar en el caso de que sus monedas se aprecien demasiado como consecuencia de la política monetaria expansiva estadounidense. Esta solución cooperativa permitiría que los ajustes de los tipos de cambio reales contribuyeran a reequilibrar la economía mundial; es decir, a aumentar la demanda de los países con superávit por cuenta corriente y reducir la de aquellos que tienen déficit. También permitiría alejar el riesgo de deflación que se cierne sobre los países ricos y legitimaría el uso de ciertos controles de capital en potencias emergentes como Brasil y la India, que están experimentando grandes entradas de capital que les generan inflación y burbujas en los mercados de activos y podrían ser la semilla de una próxima crisis financiera. De hecho el "Marco para el crecimiento sostenible y equilibrado" que el G-20 aprobó en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009 estaba pensado precisamente para facilitar este proceso de reequilibrio del crecimiento mundial bajo la supervisión del FMI. Y las propuestas que los países del G-20 han discutido en la reunión preparatoria de Ministros de Economía y Finanzas de finales de octubre iban en esa dirección.

Sin embargo, esta solución coordinada, que ya se compara con el acuerdo del Plaza de 1985, que entonces sirvió para depreciar el dólar, será difícil de plasmar en un acuerdo. Ello se debe a varios motivos: (1) a la resistencia de China a reevaluar su tipo de cambio por motivos políticos internos; (2) a la desconfianza de las autoridades estadounidenses hacia China y otras economías emergentes que intervienen en los mercados cambiarios y acumulan reservas en dólares; (3) a la incertidumbre sobre cuál será el impacto de una nueva oleada de facilitación cuantitativa por parte de la Reserva Federal, el Banco Central de Japón y el del Reino Unido, que podría o no contribuir a la lucha contra la deflación pero que afectará a los tipos de cambio; (4) a la indiferencia con la que el Banco Central Europeo (BCE), siguiendo fielmente el guión que marca Alemania, está tratando el problema de la volatilidad de los tipos de cambio y la fortaleza del euro; y (5) a la peligrosa sensación general de que cada país tenderá a buscar soluciones a sus propios problemas sin atender a las necesidades de la economía mundial, algo que afecta especialmente a los países relativamente pequeños que se ven incapaces de evitar que las políticas unilaterales adoptadas por las grandes potencias les afecten de forma adversa. Esto último es aplicable a países tan diversos como Corea, Suiza, Brasil, Tailandia o Indonesia, que ven como sus monedas se están apreciando sin que puedan evitarlo. Pero también a países de la periferia de la zona euro, que ven como el corsé que les supone la moneda única y la actitud conservadora del BCE dificultan la recuperación vía exportaciones debido a la fortaleza del euro. En definitiva, los determinantes políticos internos están obstaculizando una solución cooperativa al nivel internacional.

Este artículo analiza los distintos ángulos del conflicto cambiario y sus posibles soluciones. Primero, compara la situación actual con la de los años 30 y explica la relación entre devaluaciones competitivas y proteccionismo. Segundo, explora los condicionantes políticos internos que explican la posición de los principales países en

relación a los tipos de cambio. Por último, evalúa la viabilidad de las distintas propuestas de coordinación que se han planteado, incluidas las destinadas a modificar la posición de China. A lo largo del trabajo se muestra que, por el momento, la economía mundial se encuentra lejos de una guerra abierta de divisas o de una oleada de devaluaciones competitivas que conduzcan al proteccionismo. Pero eso no significa que se pueda bajar la guardia. Es necesario abordar el problema y obtener avances graduales para evitar una escalada de conflicto e inestabilidad, que podría tener nefastas consecuencias para la economía mundial.

#### *Devaluaciones competitivas como antesala del proteccionismo*

El espectro que planea sobre la economía mundial es el de las devaluaciones competitivas, también llamadas políticas de empobrecer al vecino. Estas prácticas tienen como objetivo promover las exportaciones debilitando la moneda nacional mediante la intervención directa en el mercado cambiario, la relajación de la política monetaria o la adopción de controles de capitales. Ya fueron utilizadas en los años 30 y tuvieron nefastas consecuencias colectivas porque como el tipo de cambio es la relación entre dos monedas es imposible que todas se deprecien al mismo tiempo. Además, el mantenimiento de tipos de cambio artificialmente bajos suele ser la antesala del proteccionismo, que por el momento en esta crisis se ha mantenido a raya (según el Banco Mundial sólo el 2% de la reducción del comercio mundial en esta crisis ha sido causada por un aumento del proteccionismo mientras que en los años 30 la cifra equivalente fue de casi el 50%).

Durante la Gran Depresión de los años 30, los países que más elevaron sus aranceles no fueron los que experimentaron una recesión más severa ni un mayor aumento del desempleo, sino los que a partir de 1931 se mantuvieron dentro del patrón oro (que era un sistema de tipos de cambio fijos que no les permitía devaluar). Los países que decidieron abandonar el patrón oro –es decir, romper su compromiso con esta regla que Keynes calificó de “bárbara reliquia” por su incompatibilidad con la autonomía de la política monetaria y sus efectos deflacionarios– pudieron sortear mejor la crisis y no elevaron tanto sus aranceles.

En la actualidad no existe un sistema global de tipos de cambio fijos. Pero como China fija su tipo de cambio al dólar desde 1995, EEUU se encuentra en la misma situación que la de los países que no podían devaluar en los años 30, lo que explica el aumento de las presiones proteccionistas y de la retórica anti-china en EEUU (dentro de la zona euro también se dan algunas tensiones entre Alemania y los países con déficit por cuenta corriente por la existencia de la moneda única y la imposibilidad de devaluar). Pocos discuten ya que China manipula su tipo de cambio. Sus reservas han alcanzado los 2,6 billones de dólares (aproximadamente la mitad de su PIB), una cifra demasiado elevada como para que pueda justificarse que son un colchón necesario contra posibles imprevistos. Y su resistencia a apreciar el yuan supone, como ha señalado Martin Wolf, que China está intentando hacer con EEUU lo mismo que Alemania con Grecia: obligarle a recuperar su competitividad vía deflación en vez de permitiendo un ajuste en el tipo de cambio nominal. Pero como EEUU no es Grecia, tiene instrumentos para liberarse de la presión china, e incluso contraatacar, como veremos en la siguiente sección. Por el momento, el Congreso norteamericano, que en su configuración actual de mayoría demócrata es más proteccionista que el Ejecutivo, ha aprobado una ley que le permitiría establecer aranceles contra los productos chinos de forma unilateral, lo cual está prohibido por la OMC al tratarse de medidas discriminatorias. Pero ambos colosos saben que una guerra comercial no beneficiaría a ninguno.

En definitiva, la experiencia de la Gran Depresión, que tanto ha contribuido a enfrentar con políticas adecuadas la crisis actual, indica que una guerra de divisas podría ser el desencadenante del proteccionismo que tanto se quiere evitar. Por lo tanto, es una prioridad buscar soluciones cooperativas al problema de las monedas para que EEUU no eleve sus aranceles y otros países lo imiten, lo que abriría una guerra comercial que obstaculizaría la recuperación y socavaría la credibilidad y legitimidad de la OMC.

#### *Política interna: ¿qué preocupa a cada país?*

Aunque existen soluciones cooperativas sobre la mesa, en un entorno de débil crecimiento económico en los países ricos y rápidos cambios geopolíticos a escala global, los condicionantes políticos internos dificultan las soluciones coordinadas. Por lo tanto, es importante entender qué preocupa a los principales actores y cuál es su margen de maniobra.

#### *China*

China, identificado desde occidente como “el problema”, ha encontrado en la política cambiaria el instrumento más efectivo para aumentar el crecimiento y el nivel de empleo, en el que se basa la legitimidad de su régimen político. Un yuan barato permite a China fortalecer su sector exportador y atraer inversión directa extranjera, lo que se traduce en creación de empleo y en un gradual incremento del nivel de vida de su población. Asimismo, la promoción del sector exportador manufacturero es clave en el aumento de la productividad, que a largo plazo es la variable fundamental para incrementar los niveles de renta *per cápita*. Por último, la intervención cambiaria es un instrumento más eficaz que las subvenciones a las exportaciones, que por su propia naturaleza discriminan entre sectores y además no son legales bajo las normas a las que China se comprometió cuando se integró en la OMC en 2001. Por lo tanto, aunque China ha permitido una ligera apreciación del yuan (tanto entre 2005 y 2008 como a partir de junio de 2010) y la posición de su Banco Central sobre el tipo de cambio es ambigua porque la debilidad de la moneda produce inflación y recalienta la economía, por el momento no parece que el gobierno vaya a cambiar su política, especialmente si recibe presiones externas.

Además, hay que recordar que China tiene un sistema financiero muy intervenido y mantiene fuertes controles de capital. Esto le permite preservar la autonomía de su política monetaria y contrarrestar los efectos inflacionistas de la intervención en los mercados cambiarios mediante la esterilización, la contracción del crédito y las subidas de los tipos de interés, algo que otros países en desarrollo que han liberalizado más su sector financiero y su cuenta de capitales no pueden hacer. En definitiva, los determinantes políticos internos hacen que el gobierno prefiera enfriar su economía con instrumentos que no contribuyen a reequilibrar la economía mundial (como lo haría una reevaluación del yuan), pero le permiten contener la inflación y seguir creando empleo y crecimiento a través del sector exportador.

#### *EEUU, Japón y el Reino Unido*

En EEUU los condicionantes internos son diferentes. El problema no es el valor del dólar en sí, sino el riesgo de deflación y la persistencia del desempleo. Es cierto que un dólar más barato es un instrumento para hacer frente a estos problemas, pero no es el único. De hecho, la Reserva Federal ha anunciado que si la inflación continúa bajando llevará a cabo una nueva batería de medidas de expansión monetaria. Como los tipos de interés ya están en el 0% iniciará otra oleada de expansión cuantitativa; es decir, imprimirá

dinero para comprar activos, lo que elevará su precio, reducirá su rentabilidad e incentivará a los bancos a prestar más al sector privado. El efecto de esta medida será un dólar más barato y una salida de capitales desde EEUU hacia los países emergentes (incluido China), que tienen tipos de interés más elevados, lo que se suele denominar *carry trade*. En este sentido, puede decirse que, como EEUU tiene la moneda de reserva global y puede imprimir todo el dinero que quiera, con su facilitación cuantitativa puede “inflar” al resto del mundo, y cuenta con una munición ilimitada para ello.

Ahora bien, como lo que realmente preocupa al presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke es el riesgo de deflación, la expansión cuantitativa no debería considerarse como una devaluación competitiva orquestada para dañar a China y a las otras economías emergentes. Es una acción legítima por parte de un país que tiene poco margen para la expansión fiscal y emplea la política monetaria para evitar la deflación, que de producirse sería catastrófica porque elevaría el valor real de las ya abultadas deudas de hogares y empresas norteamericanas. Pero Bernanke, que se encuentra entre los banqueros centrales que más temen la deflación y que más abogan por establecer un objetivo concreto de inflación para infundir confianza y anclar las expectativas, dejará de imprimir dinero y retirará liquidez tan pronto como la demanda se reactive y los precios y el empleo se recuperen. Si no lo hiciera la inflación se dispararía, algo que la Reserva Federal tampoco está dispuesta a aceptar. El problema es que como la facilitación cuantitativa a gran escala nunca se ha llevado a cabo antes de esta crisis nadie sabe con certeza cuáles serán sus efectos sobre el crédito, el empleo, los precios o el crecimiento. Lo que sí se sabe es que se traducirán en una salida de capitales de EEUU, así como que reforzará la tendencia a la depreciación del dólar.

Japón (y en menor medida el Reino Unido) se encuentran en una situación similar a la estadounidense, aunque sus acciones tienen mucho menor impacto internacional. Japón se está planteando otra ola de facilitación cuantitativa, es el único país avanzado además de Suiza que ha intervenido directamente en el mercado cambiario para debilitar su moneda y ha aprobado un nuevo paquete de estímulo fiscal. Todas estas medidas van destinadas a luchar contra la deflación, cuyos devastadores efectos ya sufrió en los años 90. El Reino Unido podría volver a expandir el balance de su banco central, sobre todo si el enorme recorte fiscal que el gobierno de Cameron ha anunciado tiene efectos deflacionistas.

#### *La zona euro*

En la zona euro las cosas se ven de otra manera. Para el BCE no hay riesgo de deflación (aunque según el FMI el 66% de los países con riesgo alto de deflación son de la zona euro). Por lo tanto, para satisfacción de Alemania e incomodidad de Francia y los países periféricos (incluida España), el BCE ha iniciado su estrategia de salida monetaria retirando algunas de las líneas de liquidez extraordinarias que estableció al estallar la crisis, lo que en la práctica supone que, aunque los tipos de interés permanecen en el 1%, se ha iniciado una contracción monetaria. Estas medidas han disparado el valor del euro, lo que reduce la competitividad precio de las exportaciones de la eurozona, dificulta la recuperación e incrementa la probabilidad de que efectivamente los precios europeos caigan. En definitiva, el euro está soportando la mayor parte de la carga del ajuste cambiario global. Además, como el BCE permanece impasible ante la apreciación de la moneda única (y es plenamente independiente para hacerlo), nada indica que la fortaleza del euro vaya a detenerse, especialmente si los demás países avanzados se embarcan en la facilitación cuantitativa mientras el BCE restringe su oferta monetaria.

En todo caso, el impacto de un euro fuerte sobre España es menos dañino que sobre la media de los países de la zona euro por dos razones. Primero, porque más del 55% de las exportaciones españolas tienen como destino la zona euro (más que la media de la UE) y estas ventas no se ven afectadas por la apreciación de la moneda única, aunque sí por la pérdida de competitividad precio de los productos españoles derivada del diferencial de inflación positivo con la eurozona. Segundo, porque un euro fuerte abarata las importaciones de petróleo y la tasa de dependencia del petróleo en España es prácticamente del 100%, muy superior a la de la media de la zona euro.

### *El resto de emergentes*

El último grupo de países relevantes en esta guerra de divisas lo forman las economías emergentes que, aun siendo importantes exportadores, no intervienen tan agresivamente sobre su tipo de cambio como China y algunos países exportadores de energía. Se trata fundamentalmente de los países de América Latina, la India, Corea del Sur, Singapur, Indonesia, Malasia y Tailandia (Suiza también entraría en esta categoría, aunque es un país rico).

Como la recuperación está siendo mucho más rápida en el mundo emergente que en el desarrollado, se están produciendo importantes flujos de capital hacia estos países, que ofrecen rentabilidades esperadas para la inversión muy superiores a las de los países desarrollados, tanto en depósitos bancarios como activos de mayor riesgo (según el Instituto de Finanzas Internacionales estos flujos de capital alcanzarán en 2010 los 825.000 millones de dólares, cuando en 2009 representaron sólo 581.000 millones). Además, si los países avanzados continúan aumentando la liquidez mediante la facilitación cuantitativa, dichos flujos se incrementarían, perjudicando a estos (inocentes) países al menos por dos motivos. Primero, porque ejercen una fuerte presión al alza sobre sus tipos de cambio, lo que afecta negativamente a sus exportaciones y puede llevarlos a tener déficit por cuenta corriente (o ampliarlos si ya los tenían). Segundo, porque aceleran la inflación y pueden dar lugar a burbujas en los mercados de activos que, en caso de un cambio de expectativas y una reversión de los flujos de capital (lo que se conoce en la literatura académica como un *sudden stop*), pueden dar lugar a crisis financieras como las que ya sufrieron en los años 90.

Aunque estos países han acumulado importantes reservas como medida de auto-protección contra las crisis, están optando por intervenir directamente para depreciar sus monedas o imponer controles de capital para limitar la entrada de capital (Brasil ha elevado del 2% al 4% el impuesto sobre las entradas de capital no productivo y Tailandia ha anunciado un impuesto del 15% para los inversores extranjeros que adquieran bonos). De hecho, el propio FMI, que tan crítico fue con controles de capital en las últimas décadas, parece bendecir ahora estas prácticas como medida preventiva contra el recalentamiento de sus economías. Pero si estos controles se generalizan, se produciría un proceso de desglobalización financiera con consecuencias negativas para el mundo emergente a largo plazo.

En definitiva, como estos países están recibiendo sin culpa alguna las externalidades negativas de las políticas de China y EEUU, se justifica que impongan impuestos y controles a las entradas de capital. Sin embargo, sería preferible que no tuvieran que hacerlo, lo que requiere de una solución coordinada a nivel internacional.

---

## Conclusión

### *Hacia una solución cooperativa en el G-20*

A pesar de la divergencia de intereses a corto plazo entre los distintos países y de que sus problemas políticos internos hacen difícil forjar un acuerdo internacional, todos entienden que el recrudecimiento de la incipiente guerra de divisas no beneficiaría a nadie. De hecho, todos los países (incluida China) han admitido que el crecimiento mundial a largo plazo pasa por resolver los desequilibrios macroeconómicos globales, lo que requiere, entre otras cosas, atajar el problema de los tipos de cambio. Por lo tanto, es muy posible que el G-20 sea capaz de ir tomando medidas que poco a poco dejen atrás la actual retórica cuasi-bélica a favor de una solución de compromiso. La cuestión es qué medidas tomar.

Por el momento, todos los esfuerzos están centrados en cambiar la actitud de China. Para ello parece haber dos estrategias: una de confrontación, que ha venido liderando EEUU y que es poco probable que de resultados; y otra basada en la persuasión por parte de una amplia coalición liderada por EEUU, donde la revalorización del yuan forme parte de un paquete de negociaciones más amplio.

La primera opción, la de confrontación, consiste en que EEUU imponga distintas políticas a China para obligarle a revalorar el yuan. Se han propuesto aranceles unilaterales, la prohibición a China de adquirir títulos de deuda pública estadounidense o la intervención de la Reserva Federal comprando yuanes. Aunque estas propuestas son bien recibidas por el ala más dura de la sociedad estadounidense, es poco probable que sean efectivas. Los aranceles dañarían los beneficios de las empresas estadounidenses, encarecerían los bienes de consumo en EEUU y darían lugar a una guerra comercial; la prohibición de comprar títulos dejaría a EEUU sin su mayor financiador del déficit por cuenta corriente; y, como el yuan no es convertible, es imposible que la Reserva Federal lo adquiriera en grandes cantidades. Por ello, la Administración Obama no está apoyando la estrategia de confrontación. Entiende (correctamente) que hay que persuadir a China para que cambie de política porque las amenazas no darán resultado.

Ahí aparece la segunda estrategia, donde el G-20 es clave porque se trata de forjar una coalición multilateral de "todos contra China", de forma que el aislamiento lleve al gigante asiático a modificar sus posiciones en un contexto en el que algunas voces dentro de China ya alertan sobre los peligros de mantener indefinidamente un yuan tan barato. En esta estrategia son esenciales los demás países emergentes que, por primera vez, están siendo abiertamente críticos con la política cambiaria china, tanto porque daña la competitividad precio de sus propias exportaciones como porque podría forzar a EEUU a una expansión monetaria que les generaría problemas. Esta posición beligerante de países como Brasil, la India y Corea, es importante porque permite romper el bloque de los países emergentes, que en los últimos años han formado una sólida piña contra EEUU y la UE en los foros económicos internacionales.

El segundo aspecto clave para que China cambie su posición es llevar la negociación más allá del tema de los tipos de cambio, vinculándola a los desequilibrios por cuenta corriente, la reforma del FMI, la búsqueda de un sustituto al dólar como moneda de reserva internacional, e incluso a otros aspectos no económicos donde China quiere obtener algo de los países avanzados. Esta estrategia ha empezado a materializarse en la Cumbre de Ministros de Economía y Finanzas del G-20 de finales de octubre en Corea. En esta reunión preparatoria de la de presidentes, que tendrá lugar en Seúl a

mediados de noviembre, se ha acordado aumentar las cuotas (y por tanto dar más votos) a los países en desarrollo en el FMI, permitiendo así que la institución sea más representativa de la economía mundial y por lo tanto más legítima (el ajuste llevará a China desde la sexta a la tercera posición, quedando sólo por detrás de EEUU y Japón en número de votos). Además, en una histórica decisión, los países europeos han acordado ceder definitivamente dos de sus ocho sillas en la Junta Directiva del FMI (sobre un total de 24) a los países emergentes. Aunque los detalles de este acuerdo no se concretarán hasta 2012 es posible que otro “gesto” sea que los países avanzados permitan que el próximo director gerente del FMI sea un chino, terminando así con la regla no escrita según la cual un europeo siempre ocupa este cargo.

Por último, EEUU ha propuesto limitar los déficit o superávit por cuenta corriente de cualquier país al 4% para reducir los desequilibrios macroeconómicos globales. Aunque la propuesta no ha sido aceptada por el rechazo de Alemania, Japón y Brasil, ha permitido abrir el debate sobre la política cambiaria china de forma multilateral y no como un conflicto bilateral entre EEUU y China (el superávit por cuenta corriente de China es del 5% y va en aumento, por lo que ponerle un límite del 4% obligaría a China a reevaluar el yuan o aumentar su demanda interna).

En este contexto cabe destacar que la resistencia de Alemania a aceptar esta propuesta podría llevar a los países de la zona euro con déficit por cuenta corriente, como España, a plantear en el Eurogrupo que los recurrentes superávit por cuenta corriente de Alemania son tan peligrosos para la zona euro como los de China para el conjunto de la economía mundial. La resistencia de Alemania a aumentar su demanda interna hace tan difícil resolver los desequilibrios internos en la zona euro como la lentitud de los países periféricos en poner en marcha más reformas estructurales. Por ello, ahora que el debate de los desequilibrios macroeconómicos a nivel global señala a China como culpable, España haría bien en liderar una coalición en la zona euro que planteara lo mismo en relación a Alemania.

*Federico Steinberg*

*Investigador principal de Economía Internacional del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid*