

# Informe Trimestral de Entorno Económico

**Dr. Vicente J. Pallardó**

Analista de coyuntura económica. Investigador Senior Instituto  
Economía Internacional (IEI).

## ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL- Tercer trimestre 2019

### Introducción

El presente es el primer informe del entorno económico global que con carácter trimestral se publicará en el marco de la serie de indicadores y análisis que la Autoridad Portuaria de Valencia ofrece a la Comunidad Portuaria, y a la sociedad en su conjunto, para ayudar a comprender el contexto en el que se desarrolla (y lo hará en un futuro próximo) la actividad comercial, en general, y marítima, en particular, a nivel global.

En estos Informes Trimestrales de Entorno Económico, el lector encontrará tres secciones diferenciadas. La primera, Clima Económico y Tendencias, es una presentación sintetizada en forma de semáforo de situación y evolución, de los principales elementos que definen y/o determinan el entorno económico global. La segunda, Decálogo de Situación, aporta un desarrollo algo más extenso de los procesos, datos y decisiones más importantes acaecidos en los meses previos a la realización del Informe, y que resultan fundamentales para la evolución económica global. Todo ello, respetando la vocación de estos Informes Trimestrales de facilitar la comprensión de las claves del entorno económico con una dedicación de tiempo moderada. Finalmente, la sección Al Microscopio ofrece al lector, con mayor detalle, la posibilidad de conocer algunos de los acontecimientos y procesos que, con una perspectiva más allá del corto plazo, inciden en la situación económica internacional. La “Guerra de Divisas” es el objeto de interés en este primer Informe Trimestral.



## Clima económico y tendencias

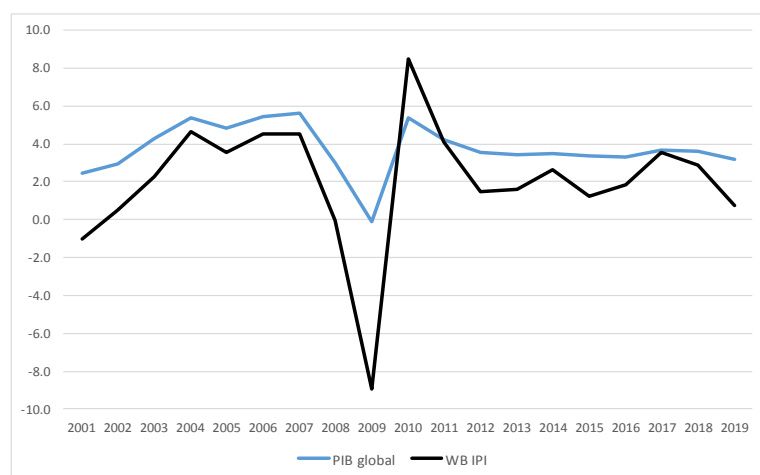
Determinantes	Situación	Tendencia
Actividad Económica		↓
Tensiones comerciales y cambiarias		↔
Política monetaria		↑
Política fiscal		↔
Mercados de materias primas		↔
Tensiones geopolíticas		↑

### Cómo entender el Cuadro de Clima Económico y Tendencias:

#### a.- Factores determinantes:

1.- Actividad económica: valoraciones a partir de las mediciones más recientes de indicadores de actividad y confianza (*World Bank industrial production index*; IFO, ZEW, Tankan, Chicago ISM, así como diversos PMI). Véase Gráfico 1.

Gráfico 1.- Índice de Producción Industrial (Banco Mundial) y Crecimiento del Producto Interior Bruto mundial. Relación en el largo plazo. Tasas de variación interanuales.

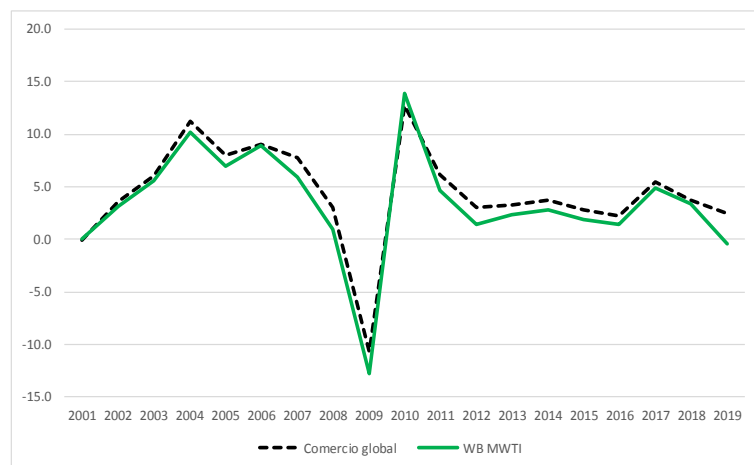


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial; Fondo Monetario internacional.

2.- Tensiones comerciales y cambiarias: valoraciones a partir de las mediciones más recientes del *World Bank Merchandise Trade Index*, la contabilización de medidas proteccionistas/liberalizadoras ofrecida por *Global Trade Alert* (véase Gráficos 2 y 3), y las medidas y declaraciones susceptibles de ser consideradas como ejercicio de manipulación cambiaria por parte de los principales países en la economía mundial.

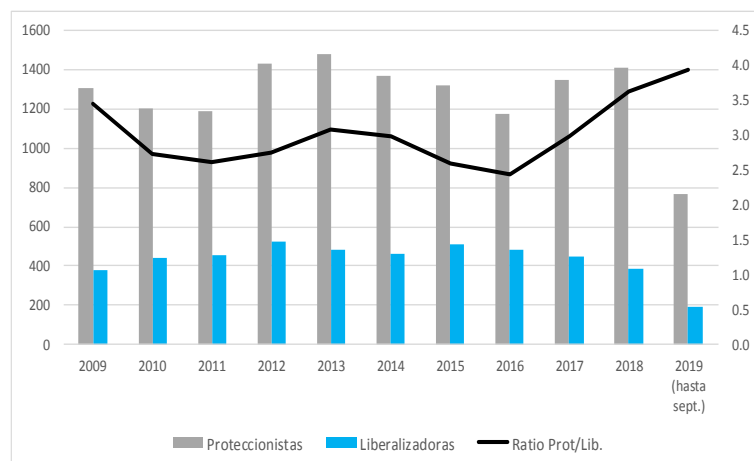


Gráfico 2.- Índice de Comercio Internacional de Mercancías (Banco Mundial) y Crecimiento del Comercio mundial. Relación en el largo plazo. Tasas de variación interanuales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial; Fondo Monetario internacional.

Gráfico 3.- Evolución de las medidas proteccionistas y liberalizadoras sobre el comercio mundial desde la Gran Recesión.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

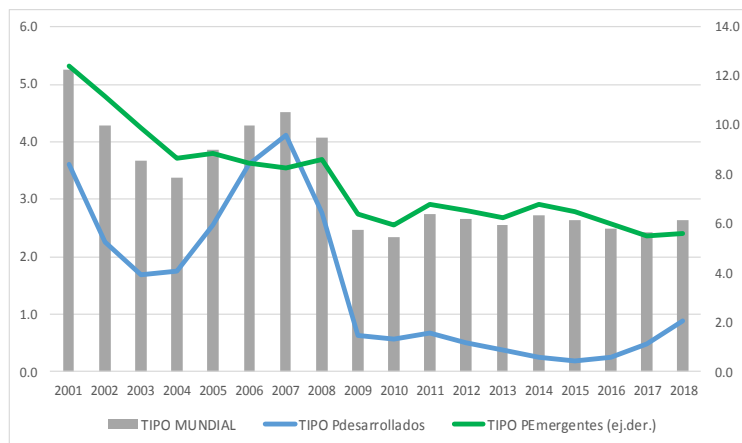
3.- Política monetaria: valoraciones a partir del tipo de interés global ponderado de los principales Bancos Centrales del mundo (representando alrededor del 77-80% del PIB mundial), así como de los movimientos, durante los seis meses previos a la presentación del informe, en los tipos de interés de referencia fijados por los mismos (véase Gráficos 4 y 5). Se consideran igualmente las intervenciones orientativas sobre comportamiento futuro (“forward guidance”) de esos Bancos Centrales realizadas por sus responsables.

4.- Política fiscal: valoraciones a partir de la posición fiscal y la capacidad de realizar políticas fiscales expansivas de las 40 principales economías del mundo, todas ellas con un peso conjunto del 88% del PIB mundial e individual de al menos del 0.4% de ese producto global. Datos procedentes de la base *Global Fiscal Monitor* del Fondo Monetario Internacional.

5.-  Mercados de materias primas: valoraciones a partir de los datos más recientes del *World Bank Commodity Price Data*, con cinco índices principales recogiendo hasta 72 materias primas, así como de los acontecimientos susceptibles de alterar de forma apreciable en el corto plazo el comportamiento de los precios de materias primas básicas. Véase Gráfico 6.

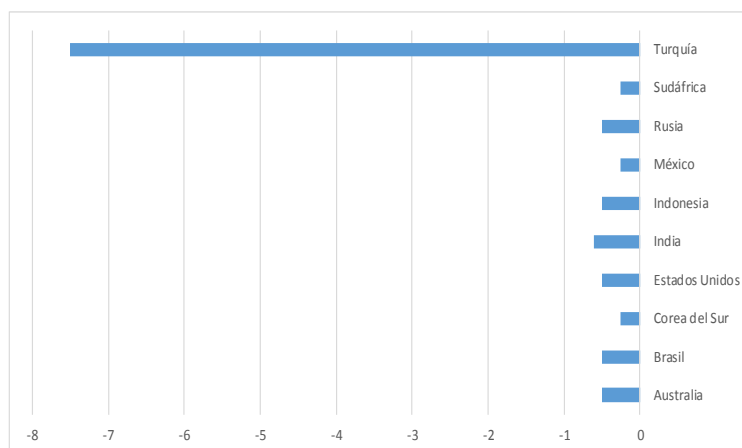


Gráfico 4.- Evolución de los tipos de interés internacionales (tipos de referencia de los Bancos Centrales; %).



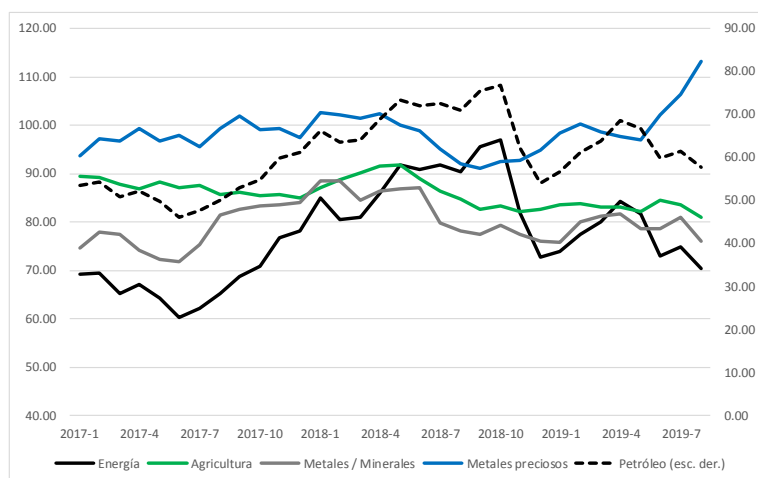
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales; Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 5.- Movimientos en el último semestre en los tipos de referencia de los principales Bancos Centrales (% de variación acumulado en el período)



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales.

Gráfico 6.- Evolución de los precios de las materias primas. Principales grupos (Banco Mundial; 2010 = 100)



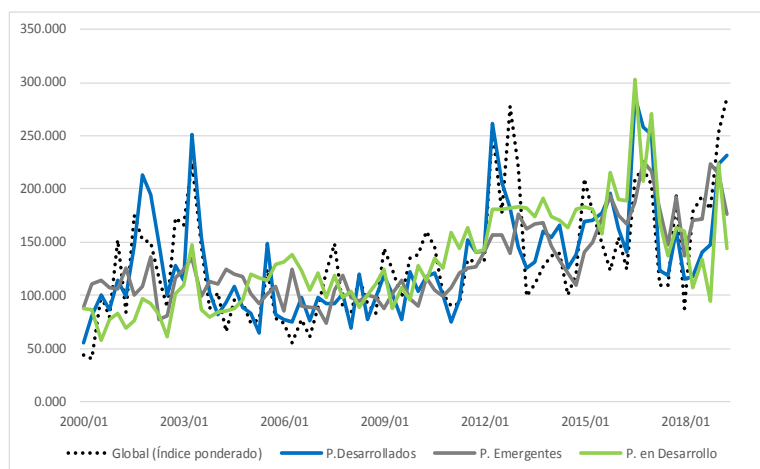
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

6.- Tensiones geopolíticas: valoraciones a partir de los datos más recientes del *World Uncertainty Index*,



(Fondo Monetario Internacional; véase Gráfico 7), así como de los acontecimientos y declaraciones susceptibles de alterar de forma apreciable el contexto geopolítico internacional, afectando potencialmente de forma apreciable la economía mundial.

Gráfico 7.- Evolución del Índice de Incertidumbre Global (Fondo Monetario Internacional)



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional

b.- **Clima económico:** se define, para cada uno de los factores determinantes y considerando el momento de redacción del informe, una escala de colores desde el nivel más negativo/contractivo para la evolución de la economía mundial (rojo), hasta el más positivo/expansivo (azul), en el siguiente orden:



c.- **Tendencia:** se indica la previsible evolución, desde el momento de redacción del informe y en el corto plazo (siguientes 3-6 meses), para cada uno de los factores determinantes, con opciones de mejora (↑), estabilidad (↔) o deterioro (↓) para los mismos.



## Decálogo de situación

I.- La economía internacional se encuentra en su momento más delicado desde el final de la Gran Recesión. Las previsiones de crecimiento, revisadas sistemáticamente a la baja durante los últimos meses, apuntan a tasas globales en el entorno e incluso inferiores al 3%, para 2019 y 2020, cifra claramente inferior al crecimiento potencial de la economía mundial, y la más débil desde 2009. Lo que hasta recientemente se entendía (probablemente, empleando un cierto eufemismo), como un “ajuste de mitad del ciclo” o como un “pequeño bache” (*soft patch*) se ha convertido en una evidente ralentización... como mínimo. Conviene recordar que, aunque prolongada, la actual fase de crecimiento ha sido inequívocamente débil desde una perspectiva histórica.

II.- En el sector manufacturero occidental no cabe hablar de otro concepto que no sea el de recesión. Tanto los indicadores de actividad como los de confianza apuntan a la caída presente y en un futuro próximo de producción, empleo y exportaciones. Las propias dudas sobre el crecimiento, las turbulencias comerciales y los problemas singulares de la crucial industria del automóvil (atenazada por los cambios normativos generados en la transición hacia el vehículo eléctrico, una intensa y ya histórica sobrecapacidad de producción a nivel global y los problemas específicos que afectan a algunos de los grandes productores) son los factores básicos a la hora de explicar esa recesión.

Aunque desde algunos ámbitos se insiste en el limitado peso del sector manufacturero en los países desarrollados en estos inicios del siglo XXI, tanto en valor añadido como en empleo (cifras que oscilan entre poco más del 10% en Estados Unidos o Francia y algo más del 20% en Alemania y Japón, con España en una posición intermedia), conviene no olvidar el papel esencial del sector en términos de exportaciones, desarrollo tecnológico y efecto arrastre sobre las actividades de servicios. Y, muy especialmente, es todavía un nicho de empleo esencial para trabajadores de cualificación intermedia, uno de los pilares de la clase media occidental, ya muy dañada por los procesos de globalización y automatización de las últimas décadas. Por tanto, aunque técnicamente el sector secundario no puede generar una recesión global, el impacto de su considerable debilidad actual va a ser apreciable en diversos ámbitos (incluyendo, ciertamente, el del transporte marítimo).

III.- Los factores coyunturales a los que cabe atribuir este período de debilidad son las tensiones geopolíticas, y, sobre todo, las de índole comercial (guerras arancelarias, en particular, pero no solo, entre China y Estados Unidos; el regreso de la “guerra de divisas”; las previsibles consecuencias comerciales del Brexit...). El indicador de referencia del Fondo Monetario Internacional dedicado a capturar estos factores causantes de incertidumbre (*World Uncertainty Index*), se encuentra en su máximo histórico.

Aunque los discursos públicos de los principales actores políticos implicados en esos enfrentamientos abren escasas expectativas de mejora, no conviene olvidar que los efectos negativos de las decisiones adoptadas pueden convertirse en el acicate más efectivo para empezar a revertirlas. Por ejemplo, tanto la necesidad de la Administración Trump de evitar un deterioro económico que condicione de forma adversa las posibilidades electorales del actual Presidente en noviembre de 2020, como los riesgos de una fuerte desaceleración del crecimiento para el trascendental cambio de modelo de crecimiento chino, y la no menos remarcable transformación en la aplicación práctica de la jerarquía de poder en el país, introducidos ambos por Xi Jinping, podrían ser la clave de una distensión, al menos parcial, del enfrentamiento comercial entre ambos países. Además, no es descartable que, con los recursos – de perfil distinto – de uno y otro mandatario para transmitir a sus ciudadanos como victoria lo que no ha sido sino una serie de perniciosas maniobras para toda la economía mundial, ambos pudieran declararse, simultáneamente, triunfadores de ese enfrentamiento.

Sin restar relevancia a esos aspectos coyunturales, no deben obviarse los factores estructurales que siguen sin resolverse desde la Gran Recesión o incluso antes (inasumibles niveles de deuda tanto pública como privada acumulados, dependencia para el crecimiento de una laxitud monetaria sin precedentes, ausencia de reformas



estructurales que afronten los trascendentales retos demográficos, tecnológicos y medioambientales que amenazan la economía – y la sociedad – mundial), porque esos lastres estructurales dificultan la respuesta a los factores de crisis más coyunturales.

IV.- Consecuencia de todo lo anterior, no sorprende que los datos más preocupantes de crecimiento para el actual y futuros trimestres correspondan a la Eurozona y Japón. Aunando tasas de crecimiento potencial muy bajas por factores estructurales largamente presentes y escasamente afrontados, con su condición de potencias exportadoras (su cuota en el comercio mundial excede largamente su peso en la producción global), puede entenderse que se percibe la amenaza de la recesión (con la que ya flirtea Alemania en el momento de redactar estas líneas) como particularmente acusada. Pero también el crecimiento de Estados Unidos y otros países desarrollados se está viendo seriamente afectado por el escenario descrito.

V.- Aunque los datos de crecimiento previstos para los principales países emergentes son, previsiblemente, muy superiores a los de los países OCDE, la ralentización económica de China (ligada, al menos tanto, si no más, al intento de frenar los excesos crediticios y de aumento de la deuda privada y los gobiernos locales de los últimos años, como a los problemas comerciales con Estados Unidos) y en India (fruto sobre todo de problemas estructurales internos, no sólo económicos), está siendo apreciable. El crecimiento reciente indio es el más débil en seis años, el chino, en tres décadas. De especial interés, la apuesta de las autoridades chinas por estímulos, tanto fiscales como monetarios, que reaviven el crecimiento, frente a ese interés mayor por frenar los desequilibrios acumulados que dominaba hasta hace unos meses.

El resto de Asia emergente se empieza a ver afectado tanto por la disrupción que las medidas proteccionistas introducen en las Cadenas de Valor Global que han beneficiado a estas economías en las pasadas dos décadas como por el menor tirón de la demanda del que cada vez más es su principal cliente, China, circunstancia que afecta igualmente a los exportadores de materias primas de buena parte del mundo en desarrollo. Pese a ello, algunos de esos países asiáticos (Vietnam y Bangladesh son, hasta el momento, los ejemplos más conspicuos) pueden beneficiarse del desplazamiento de actividad productiva desde China para eludir las nuevas tarifas estadounidenses, pero las cantidades son moderadas en términos absolutos y el proceso puede convertir a esos países en el enésimo objeto de la ira de la Administración Trump.

Indonesia parece la única de las principales economías mundiales (actualmente, séptima en tamaño, en términos de paridad de poder adquisitivo), con un crecimiento robusto y estable (de manera continuada, un ritmo anual entre el 5 y el 6%), recientemente con el soporte del Banco Central, que ha adoptado una deriva expansiva para tratar de asegurar la continuidad del mismo.

VI.- Las circunstancias en los grandes países emergentes fuera del continente asiático son bastante más preocupantes que en el mismo. Los máximos responsables políticos de aquellos situados entre las veinte primeras economías mundiales en términos de PIB, parecen llamativamente más centrados en combatir espectrales conspiraciones internacionales con apoyos internos (Turquía, Rusia), evocar revoluciones de otros siglos (México) o enemistarse con propios y ajenos (Brasil), que en adoptar las medidas necesarias para superar los serios déficit estructurales que atenazan el crecimiento económico en sus países, ciertamente pobre en los casos citados.

La escasísima rentabilidad de las inversiones financieras en Occidente (salvo aquellas con riesgos evidentes), está favoreciendo la existencia de flujos de capital de cierta intensidad hacia el mundo emergente y en desarrollo, lo que permite disimular, pero no cambiar, la preocupante situación referida. Como la Historia, la reciente y la no tanto, ha demostrado, esos flujos podrían revertirse a la menor señal de alarma, conduciendo a esos países directamente a la recesión. Nótese que, incluso con esa bonanza relativa de los flujos de capital “downhill”, hay economías, desde Argentina a Sudáfrica, ya en situaciones difícilmente sostenibles.

VII.- El empleo de la política monetaria, tanto convencional como no convencional como fórmula principal para intentar sostener el crecimiento económico (primero en el mundo desarrollado, cada vez más en el emergente), ha alterado de manera extrema el comportamiento de la curva de tipos de interés, además del nivel de los mismos. En el período reciente, se ha fijado la atención de muchos comentaristas en esa alteración de la estructura normal de



los tipos de interés, debido a una regularidad histórica (en realidad, más o menos válida únicamente para Estados Unidos) que muestra que esa inversión de la curva de tipos (con los de largo plazo por debajo de los de corto plazo) es un anticipo relativamente fiable de las recesiones.

Sin embargo, son las consecuencias del actual nivel de tipos de interés en Occidente, prácticamente a cualquier plazo, lo que debería concitar más dudas. Un récord histórico de 17 billones de dólares de deuda pública que se negocian a tipos de interés negativos (a plazos incluso de 30 años para los países con mayor credibilidad) constituye la expresión más elocuente de esa situación. Los riesgos que de ello se derivan, entre otros, son la adopción de estrategias de inversión de alto riesgo, la volatilidad extrema de los flujos de capital a la caza y captura de beneficios, por mínimos que sean (ya se ha apuntado el peligro que ello supone en especial para ciertos países emergentes), y el desarrollo de productos financieros, más o menos novedosos, más o menos opacos, que pretenden esconder ese riesgo inherente a la rentabilidad. El lector con buena memoria recordará que todos estos procesos estuvieron ligados a la más reciente crisis financiera. Por supuesto, para un mundo sobre endeudado, la reversión (es decir, la normalización) de los tipos de interés podría provocar un colapso de magnitud difícilmente predecible.

VIII. De hecho, el seguimiento de la política monetaria practicada por los principales (y los secundarios) Bancos Centrales del mundo permitiría concluir que la extrema laxitud de la misma (nótese que en nuestro Cuadro de Clima Económico se le otorga el grado más expansivo, y con tendencia a acentuarse) se percibe como un hecho casi permanente, sin perspectivas de reversión, no solo en el corto, sino siquiera en un generoso medio plazo. Es más, abundan, desde todo tipo de foros, las propuestas para acentuar las inyecciones de liquidez adicional. Sobre los costes (en el mundo financiero y en la economía real) de esta política monetaria sin precedentes, por intensidad y por duración de la expansión, podremos profundizar en un futuro Informe Trimestral en nuestra sección “Al microscopio”.

En este punto, baste con señalar que la conversión en la norma de lo que hace apenas una década era pura heterodoxia monetaria, confundiendo una situación de emergencia en la que tal heterodoxia salvó la economía mundial de la Depresión con un estado en el que la excepcionalidad sea permanente, ha convertido a los Gobiernos y a los mercados en puramente dependientes de los continuos y crecientes estímulos de los Bancos Centrales. Y ello implica que la tan defendida independencia de los mismos respecto a los dos tipos de agentes citados sea, en la práctica, como poco, cada vez más dudosa. Así que no debe sorprender que, desde las Administraciones de Estados Unidos o Turquía, pasando por la de India, se descalifique, o incluso se destituya a los banqueros centrales que no siguen las directrices, por peregrinas que sean, de los respectivos Presidentes; o que altos ejecutivos de los grandes fondos de inversión (Larry Fink, CEO de Black Rock, por ejemplo) inciten a los Bancos Centrales a adquirir acciones de forma masiva (política que, curiosamente, beneficiaría de forma especial a esos fondos). Por otra parte, y más relevante a corto plazo, todos los estudios realizados apuntan a que dosis adicionales de esas políticas monetarias tienen cada vez menos efecto sobre la economía real.

IX. Dado el escenario general descrito y el agotamiento palpable del recurso empleado en la última década para afrontar las dificultades de la economía mundial (la política monetaria), existe un consenso creciente en las líneas de actuación que permitirían, cuanto menos, mejorar los pronósticos. Desde luego, el primer paso sería pasar de la confrontación a la cooperación, rebajando las tensiones comerciales y geopolíticas que, como revela nuestro Cuadro de Clima Económico y este mismo decálogo, son los elementos coyunturales que en mayor medida están lastrando el crecimiento.

Pero el segundo elemento, que también se reforzaría con una coordinación internacional, particularmente en Europa, pasaría por el recurso a una política fiscal expansiva, ciertamente no centrada en un gasto corriente descontrolado, que restaría mucho más al futuro de lo que aportaría al presente, sino a un Programa construido en respuesta a los retos estructurales que afronta la economía mundial y que permitiría unas tasas de retorno claramente superiores a los nulos (o negativos) tipos de interés actuales, hasta niveles más sanos (lo que, dado el punto de partida, significa superiores). Ese Programa debiera centrarse en las infraestructuras físicas (no puede repetirse suficiente la ostensible necesidad de éstas, por ejemplo, en Alemania o Estados Unidos, no solo en economías periféricas) y tecnológicas, en transformar los procesos productivos y las sociedades en su conjunto en función de los cruciales retos demográfico y medioambiental, y la adaptación de trabajadores, empresas y





administraciones a las innovaciones sin precedentes en sectores, técnicas e interacciones entre agentes que conlleva la última oleada tecnológica.

La ausencia de medidas, aún bajo el clamor en ese sentido desde casi cada rincón, incluyendo instituciones internacionales y banqueros centrales (y hasta la principal organización empresarial alemana, adalid habitual de los superávits presupuestarios), es alarmante, y producto de diferentes factores: primero, el momento particularmente bajo de aceptación de cualquier iniciativa que conlleve cooperación internacional. Segundo, la desconfianza de algunos sobre la adecuada utilización de los fondos, dado que también existen voces, como queda apuntado, que estallan proclamando la necesidad de más gasto público, sea en lo que sea. Tercero, que no todos los países están en condiciones de emprender esa expansión (lo cual hace más importante que se coordinada), aunque, desde luego, con los actuales tipos de interés soportados por la deuda pública, hay margen de actuación para no pocas economías desarrolladas, y algunas emergentes. Finalmente, y aunque van reduciéndose, existen voces convencidas de la inconveniencia, en todo caso, de una expansión fiscal con los actuales niveles de endeudamiento público.

Y, sin embargo, todas estas objeciones tienen escasa solidez ante la necesidad de actuar, tanto frente al débil momento de la coyuntura global como frente a los citados retos estructurales que podrían abordarse con ese Programa.

X. Los mercados de materias primas constituyen, en general, un elemento cuanto menos no desestabilizador en el escenario descrito (véase nuestro Cuadro de Clima Económico y los gráficos del Anexo). Por una parte, un crecimiento débil de manera generalizada limita la demanda, y con ello las tensiones de precios. Adicionalmente, incluso cuando shocks geopolíticos (Oriente Medio) o transformaciones tecnológicas masivas (transición hacia los vehículos eléctricos) generan estrangulamientos de oferta o presión de la demanda, siempre parecen existir recursos adicionales, aunque desde luego no necesariamente en los países más estables o en lugares de extracción a bajo coste, que entran con prontitud en el mercado. Así, el litio, convertido no hace mucho en objeto de tensiones especulativas en previsión de la demanda derivada de las nuevas baterías de automóviles, ha contemplado una caída del precio a la mitad en año y medio y una oferta adicional que puede estar a disposición del mercado en breve plazo que triplica la producción actual. Incluso el impacto inicialmente alarmante de los ataques sobre las refinerías de petróleo sauditas de Khurais y Abqaiq en el precio del crudo (con puntas al alza del 20%) fue rápidamente absorbido por la existencia de las reservas del propio país, el potencial uso de reservas estratégicas internacionales y el margen de incremento de la producción de otros exportadores de crudo.

Por supuesto, lo anterior no es óbice para reconocer que un conflicto duradero en Oriente Medio que provocase una escalada de cierta magnitud y duración en el precio del petróleo sería el último clavo en el ataúd de la expansión económica iniciada tras la Gran Recesión, abocando a la economía mundial a la recesión.

En todo caso, las únicas tensiones de los meses recientes (más allá del episodio puntual descrito más arriba) se corresponden con el mercado de metales preciosos, lo que implica una reacción defensiva ante la amenaza de crisis económica y no un factor causante de esta última.



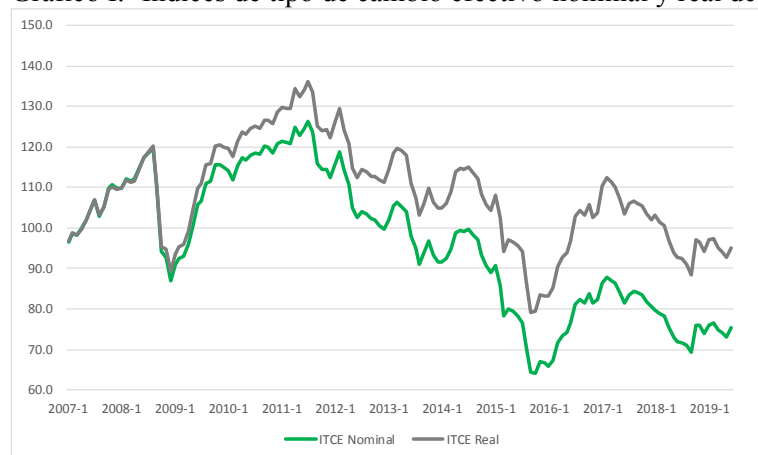
## Al microscopio. La “Guerra de divisas”

### *Una práctica histórica con una denominación innovadora... y llamativa*

La existencia de devaluaciones competitivas (es decir, ajustes forzados por los responsables políticos y económicos de un país para abaratar el coste de las exportaciones y – aunque éste no es un objetivo tan habitual y tiende a responder a los intereses de grupos más específicos – encarecer las importaciones) se remonta tanto en el tiempo como lo hacen los tipos de cambio no estrictamente ligados a un patrón de referencia, y aun existiendo éste se producen tales actuaciones, aunque exijan mayor justificación que en un esquema como el actual en el que cada gobierno establece, solo o de acuerdo con otros, el modelo de tipos de cambio que desea.

Sin embargo, esta práctica saltó a la primera plana de los medios de comunicación en septiembre de 2010, cuando Guido Mantega, el entonces Ministro de Finanzas brasileño (en el cargo entre 2006 y 2015) introdujo la idea de la existencia de una “Guerra de Divisas”, lanzada, desde su perspectiva, por los países desarrollados (en especial Estados Unidos, con la Reserva Federal al frente) al adoptar todo tipo de medidas, particularmente monetarias, desde las convencionales a las más novedosas, para responder a los devastadores efectos de la Gran Recesión. La consecuencia de ese comportamiento era, cuanto menos, doble, y muy preocupante para países emergentes como Brasil. Primero, la depreciación de divisas como el dólar restaba competitividad a las exportaciones de esos países, en beneficio de Estados Unidos. Por otra parte, la mínima rentabilidad de las inversiones en los países desarrollados, dados unos tipos de interés mínimos, provocaba flujos masivos de capital (en no poca medida, a corto plazo) hacia mercados emergentes, causando tensiones de precios, excesivo crecimiento del crédito y, sobre todo, serios riesgos si y cuando esos capitales retornaban a Occidente.

Gráfico I.- Índices de tipo de cambio efectivo nominal y real de Brasil (2007 = 100).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea.

Nota: Movimientos al alza (baja) implican apreciaciones (depreciaciones) del tipo de cambio efectivo

Como puede comprobarse en el Gráfico I, el momento en el que Guido Mantega realizó su famosa afirmación, el real brasileño estaba en plena apreciación, prácticamente de un 50% en términos nominales en menos de dos años, agravada en términos reales por la mayor inflación media brasileña respecto a sus socios comerciales. Ciertamente, los efectos apuntados por el ministro empezaban a materializarse (la tasa de crecimiento de las importaciones brasileñas de bienes y servicios más que cuadruplicó la de las exportaciones en 2010 y 2011). De hecho, tanto en el ámbito académico como en el de los “policymakers”, el impacto sobre terceros países, en los ámbitos del comercio y de los flujos de capital de las políticas monetarias extremadamente expansivas en Occidente, se ha señalado frecuentemente como significativo.

Sin embargo, y por desgracia para el ministro de Finanzas brasileño y en respaldo de sus detractores (que respondieron a su proclama de la “Guerra de Divisas” afirmando que debía atender más a las deficiencias internas de la economía brasileña que a esos efectos externos), como de nuevo puede percibirse en el Gráfico I, desde mediados de 2011 se produjo una abrupta y prolongada depreciación del real (fruto de esas debilidades internas y la carencia



de reformas estructurales en el país, así como de la perspectiva de una próxima, que no lo fue tanto, modificación en la política monetaria de la Reserva Federal), que conllevó su propia serie adicional de problemas para el país. En la medida en que esa depreciación acusada sucedió igualmente no mucho después para otros grandes emergentes (India, Indonesia, Turquía, Sudáfrica, dando lugar a la etiqueta de “Los cinco frágiles”), el concepto de “Guerra de Divisas” quedó aparcado por un tiempo.

### **¿Por qué “guerrear”?**

Evidentemente, adoptar medidas (ver epígrafe siguiente) que provoquen la devaluación de la moneda no es una actuación bien recibida por los socios comerciales (y se engloban en las muy expresivamente denominadas “políticas de empobrecimiento del vecino”), pudiendo dar lugar a represalias. Además, una divisa que pierde valor encarece las importaciones, que pueden ser insustituibles en algunos casos, como acontece para muchos países en el caso de los hidrocarburos. Si se añade el riesgo de inflación, la pérdida de poder adquisitivo de los ciudadanos del país y la posible salida de capitales (nada amigos de procesos inflacionistas o de pérdidas de valor de las inversiones, si éstas se han realizado en la moneda del país y sin cláusulas de cobertura frente a movimientos cambiarios), parecería que los inconvenientes de iniciar una devaluación competitiva son demasiados como para moverse en esa dirección.

Sin embargo, la frecuencia de esos comportamientos implica que se anticipan beneficios superiores a los costes (que al final sea así es muy discutible, y depende de cada caso). El impulso que una moneda débil supone para el sector exportador (y para el turístico) es la clave de esa visión. Este factor resulta singularmente importante en situaciones de fuerte endeudamiento en la economía (situación habitual hace una década, al estallar la crisis, y también en la actualidad). Los componentes de la demanda interna quedan debilitados ante una acumulación de deuda por parte de las familias (el consumo privado), las empresas (la inversión privada) y/o el sector público (consumo e inversión públicos); en este escenario, el último componente de la demanda, el exterior, las exportaciones, se convierte en crítico.

Cuando la crisis afecta a una economía, pero no a sus socios comerciales, la pérdida de valor de su moneda no resulta tan perjudicial para esos socios y, de hecho, en ausencia de interferencias, el propio mercado de divisas provocará la depreciación de la referida moneda. Economías en dificultades no son atractivas, lo que provoca salidas netas de capital y la citada depreciación, que, precisamente, debe ser un elemento de corrección de tales dificultades. Pero cuando se trata de una crisis generalizada, los esfuerzos devaluatorios enfrentan a unos países con otro, dando lugar a esa “Guerra de Divisas”, en la que es difícil encontrar ganadores. En todo caso, la ventaja siempre será para quien goza del privilegio de ofertar la divisa internacional de referencia y, con ello, marcar, en cierta medida, las reglas del juego. Por tanto, Estados Unidos.

### **¿Cómo debilitar una moneda?**

Existen fórmulas diferentes para forzar la depreciación de la propia moneda, más o menos (o nada) sutiles. La más inmediata en la intervención directa en los mercados de divisas, estrategia habitual de diferentes países asiáticos (más adelante en este análisis se abordará el caso específico de China) en varios momentos durante las pasadas décadas. Para ello, debe venderse la propia moneda frente a (adquiriendo, por tanto) divisas extranjeras, generalmente dólares o euros. Nótese que, mientras las intervenciones para reforzar la propia moneda tienen un límite evidente (en ese caso, se trata de vender divisas fuertes contra la nacional, y ello está constreñido por la existencia de reservas de esas divisas), y muchas veces condenadas al fracaso, no existe límite a priori para la cantidad de moneda propia que uno puede crear para debilitarla (ya se han apuntado anteriormente los inconvenientes de tal estrategia, pero si se consideran inferiores a los beneficios de la misma, puede implementarse sin restricción predeterminada).

Una segunda opción, a la que recurrieron algunos grandes países emergentes (Brasil, India) al principio de la presente década, dirigida esencialmente a frenar los movimientos de capital a corto plazo, estriba en el establecimiento de límites a la entrada, al ámbito de inversión o a la posibilidad de repatriación de esos capitales, y/o fijar impuestos sobre tales flujos a corto plazo. Este procedimiento, entendido más como una medida defensiva frente a los riesgos derivados de la extrema movilidad de esos flujos financieros que como un verdadero esfuerzo de devaluación competitiva de la moneda, se han visto en los últimos años con mayor simpatía incluso por parte de



instituciones como el Fondo Monetaria Internacional, en particular como instrumento de última instancia en apoyo de otras medidas estabilizadoras por parte de países emergentes.

Finalmente, y aunque nunca presentadas como medidas destinadas a manipular los tipos de cambio (al menos por los banqueros centrales que las articulan), las reducciones hasta mínimos históricos de los tipos de interés y la inyección sin precedentes de liquidez (sea ésta para la adquisición de deuda pública y/o privada o para aumentar el crédito), ha sido la receta que, desde Estados Unidos a la Eurozona, pasando por la gran mayoría del resto de los países occidentales, ha presionado a la baja el valor de unas divisas de las que se ha inundado las respectivas economías. En la medida en que esas divisas, en particular el dólar estadounidense, tienen una dimensión global y la evolución de su valor genera efectos significativos en numerosos países, esta vía es la que causó la referida declaración pública del ministro de Finanzas de Brasil.

### ***¿Y por qué no fijar los tipos de cambio?***

Si las intervenciones para alterar el comportamiento que oferta y demanda determinarían para las diferentes divisas son habituales y conflictivas, ¿no podría resolverse el problema recuperando sistemas de tipos de cambio fijos, ya vigentes en distintos momentos de la Historia, sin ir más lejos entre 1945 y 1973, bajo el paraguas de los acuerdos de Bretton Woods? Aunque los partidarios de tal alternativa tienen sus argumentos, el de la estabilidad como más relevante, existen dos grandes problemas para articularla en la actualidad. El primero, institucional, dividido a su vez en dos aspectos: por un lado, no existe ninguna moneda o *commodity* (al estilo del oro en períodos precedentes) que pueda servir como patrón en un mundo con los actuales movimientos de bienes, servicios y capitales, y no dependiente de gobiernos concretos (los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional, más allá de un nombre infame, no dejan de ser una cesta de las principales monedas nacionales). Por otro lado, no existe ninguna institución internacional con la credibilidad necesaria para gestionar un sistema en el que, no olvidemos, fijos no significaría inmutables, porque deberían autorizarse devaluaciones y revaluaciones de las paridades en circunstancias económicas que lo exigieran.

Precisamente el segundo problema de una fijación de los tipos de cambio es que su movilidad es un mecanismo de ajuste automático ante situaciones de crisis, que desaparecería. Como ya se ha indicado, si el libre juego de oferta y demanda deprecia las monedas de los países con problemas, su mejorada capacidad competitiva sirve de instrumento para la recuperación (siempre y cuando no se trate de un país estratégicamente dependiente de un volumen elevado de importaciones, que se encarecerían en el peor momento). Es más, un sistema de tipos de cambio fijos obligaría a la política monetaria de un país en dificultades a sostener las paridades de su divisa, probablemente elevando los tipos de interés para frenar la tendencia a la depreciación, actuación que agravaría la crisis. La pérdida de dos instrumentos de política macroeconómica (cambiario y monetario) parece demasiado coste a cambio de garantizar la estabilidad cambiaria y evitar las devaluaciones competitivas. La debacle sufrida por varios países del sudeste asiático a finales de los años noventa, obligados por el Fondo Monetaria Internacional a defender (incluyendo subidas hasta niveles estratosféricos de los tipos de interés) sus paridades con el dólar, puso bien de manifiesto la gravedad de esa pérdida. No pocos expertos situarían el colapso de la economía griega a partir de 2010 como un ejemplo adicional, aunque en este caso los factores estructurales detrás de aquél son mucho más profundos y persistentes que la disponibilidad o no de todos los instrumentos macroeconómicos de respuesta. Por último, los tipos de cambio fijos son susceptibles, a poco que los fundamentos de la economía se desvíen de las paridades establecidas, a ataques especulativos, alguno de los cuales han pasado a la Historia económica casi como un cartel pugilístico (George Soros vs. Banco de Inglaterra, en 1992).

Por tanto, uno tendería a pensar que, más que renunciar a las ventajas de la flexibilidad (a menos que se esté inmerso en un proceso de integración monetario y económico bien pensado), debería buscarse alguna otra alternativa. Volveremos algo más tarde sobre este particular.

### ***El regreso de la “Guerra de Divisas”: China y la manipulación cambiaria***

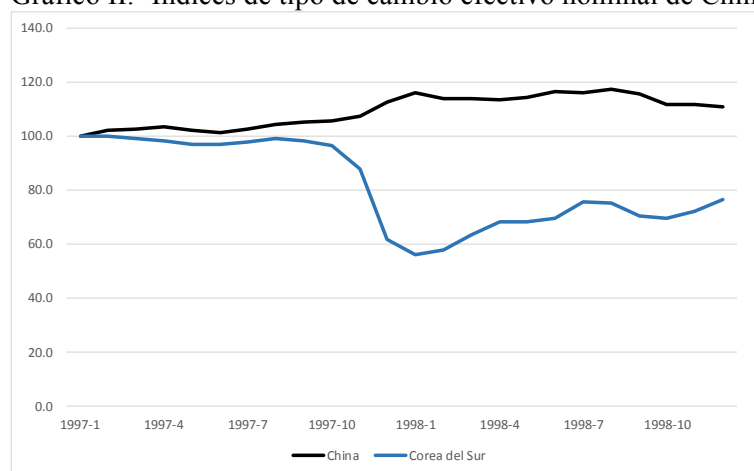
El término acuñado por Guido Mantega ha vuelto a ponerse de moda en este año 2019, en este caso en boca (o tweets) de Donald Trump, acusando a China (y, posteriormente, al Banco Central Europeo) de devaluaciones desleales del renminbi (y el euro). Aunque el caso europeo parece más un esfuerzo torticero de presionar a la Reserva Federal a mover los tipos de interés según lo que la Administración estadounidense estima es más adecuado, las acusaciones de manipulación cambiaria por parte de China tienen ya una larga historia. ¿Están justificadas?



Desde luego, el singular esquema cambiario del renminbi no es un modelo de transparencia. Consiste en dejar al mercado la posibilidad de alcanzar una limitada oscilación diaria (al alza o a la baja), en teoría respecto a una cesta de divisas con ponderaciones desconocidas, en la práctica parece que respecto al dólar estadounidense, para iniciar la cotización de la siguiente jornada con un tipo de cambio que no necesariamente tiene relación con lo determinado (bajo restricciones) por el mercado el día en cuestión. Por tanto, se trata de un ejercicio de opacidad e intervención permanente que abre de par en par las puertas a esas denuncias de manipulación. Sin embargo, cuando uno observa la trayectoria del renminbi y las actuaciones de las autoridades chinas en el último cuarto de siglo, la perspectiva es bastante distinta.

Así, durante la crisis asiática iniciada en el verano de 1997, China permitió incluso una cierta apreciación de su moneda, frente a las fuertes depreciaciones experimentadas por los países (vecinos y socios comerciales) castigados por la masiva salida de capitales que fue la mayor manifestación (externa) de la crisis (véase en el Gráfico II la muy distinta evolución del renminbi y el won coreano, como ejemplo). Un comportamiento más oportunista por parte de China hubiera complicado la recuperación en el sudeste asiático, aunque es cierto que en aquel momento el peso del comercio exterior chino (el país aún no estaba integrado en la Organización Mundial de Comercio) era mucho menor que en la actualidad, y también, con ello, el coste de permitir esa apreciación del renminbi.

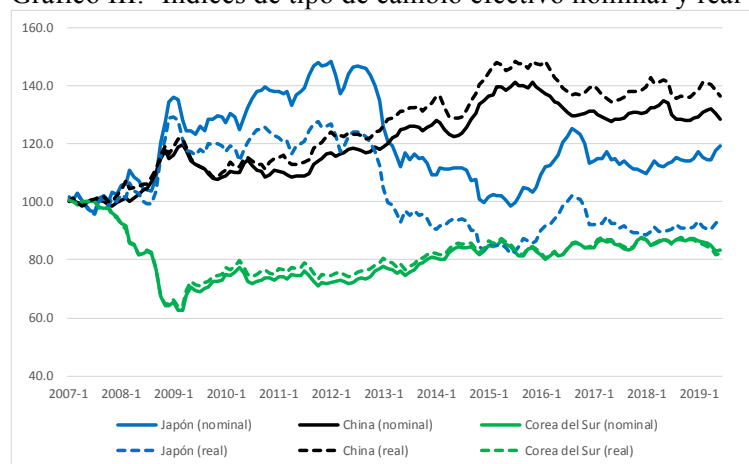
Gráfico II.- Índices de tipo de cambio efectivo nominal de China y Corea del Sur (1997:1 = 100).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea.

Nota: Movimientos al alza (baja) implican apreciaciones (depreciaciones) del tipo de cambio efectivo

Gráfico III.- Índices de tipo de cambio efectivo nominal y real de China, Japón y Corea del Sur (2007 = 100).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea.

Nota: Movimientos al alza (baja) implican apreciaciones (depreciaciones) del tipo de cambio efectivo

Desde una perspectiva más prolongada, nótese en el Gráfico III la ostensible apreciación, tanto nominal como real, de la divisa china desde la Gran Recesión, en marcado contraste con otras dos economías asiáticas (con niveles de renta sensiblemente mayores), también propensas a la intervención cambiaria, y que se han visto mucho menos criticadas en este ámbito, al menos en los últimos años. Así, mientras el renminbi se ha apreciado un 30% en



este período (40% si añadimos el diferencial de inflación), la fuerte apreciación del yen en los primeros años tras la crisis fue revertida desde 2012 por las actuaciones de la Administración Abe y la política monetaria más expansiva del mundo (a lo que debe sumarse la competitividad ganada con la tasa de inflación virtualmente nula de Japón). Curiosamente, si a raíz de estos datos hubiera que decretar un ganador de la “Guerra de Divisas”, sería Corea del Sur que, con una economía que ha crecido de manera sólida para el ya avanzado nivel de desarrollo del país, ha disfrutado de una depreciación real y nominal de un 20% en esta pasada década con pocas llamadas de atención desde los mandatarios de otros países.

No parece, por tanto, que China haya forzado especialmente su moneda a la baja en este período crítico de la economía mundial. Es más, son suficientemente conocidos los episodios en los que el Banco Central del país ha intervenido para *reforzar* el renminbi, el más acusado de los cuales tuvo lugar entre mediados de 2016 y principios de 2017, cuando las reservas de divisas chinas se redujeron en más de 900000 millones de dólares (justificando un volumen total cercano a los 4 billones, considerado por muchos analistas como excesivo hasta antes de este episodio), en un intento de combatir la salida de capitales privados fruto de las dudas sobre el cambio de aspectos básicos del modelo económico y sobre la progresiva liberalización financiera (o no) del país.

De hecho, se podría extraer la impresión de que el Gobierno chino ha empleado lo que se revela, de acuerdo con estos datos, como una acusación de escaso fundamento, al menos en comparación con actuaciones de otros países para depreciar sus divisas, incluidos los occidentales, para enmascarar numerosas prácticas de manipulación del comercio internacional, mucho más perniciosas, ilegales en el marco de la Organización Mundial de Comercio, y que solo recientemente parecen haberse puesto con nitidez sobre la mesa, dando a la Administración Trump uno de los únicos argumentos compartidos por otros muchos países (que, en su mayoría, de todas formas, se oponen a las medidas unilaterales estadounidenses). Transferencia forzada de tecnológica a través de joint ventures, imprescindibles para operar en el país; exportaciones favorecidas por prácticas de dumping intensas y generalizadas; reservas de mercado y privilegios crediticios para grandes empresas públicas que, con ese apoyo, ganan competitividad internacional; flagrantes y permitidas, cuando no incentivadas, violaciones de la propiedad intelectual... todo ello ha conferido a China ventajas competitivas ilegítimas y no frenadas eficazmente por los esquemas internacionales existentes. Y sin necesidad de manipulación cambiaría. Todo ello debe corregirse de forma inequívoca, aunque tarifas indiscriminadas y unilaterales no son la vía adecuada.

Un apunte final en este ámbito. Desde algunos foros se habla de una cierta ingenuidad occidental desde la entrada de China en la OMC, permitiendo estas prácticas porque se pensaba que progresivamente, a medida que su inserción global aumentase, el coloso asiático cumpliría por voluntad propia las normas internacionalmente aceptadas. Sinceramente, parece mucho más factible que la razón de esa permisividad estuviese en los monumentales beneficios derivados de la entrada en el mercado chino para las empresas occidentales, y no en esa pretendida ingenuidad. Cuando la competitividad de las compañías chinas comienza a desplazar a buena parte de esas empresas europeas, japonesas y norteamericanas no solo del mercado chino, sino del mercado global, ya no hay más margen para la tolerancia. Pero no es fácil revertir aquello que durante dos décadas se permitió.

### ***Apuntes para una solución... poco factible con el actual panorama internacional***

¿Cómo evitar nuevos episodios de “Guerras de Divisas”, en un mundo en el que el ritmo de crecimiento económico se resiente, y en el que la deuda acumulada restringe en la mayor parte de los países, pese a la intensidad de la expansión monetaria, la fortaleza de la demanda interna?

En una palabra, multilateralismo. Primero, para acordar la necesidad de evitar manipulaciones cambiarias, remitiendo las medidas específicas que pudieran entenderse como tendentes a ello, a una revisión de organismos internacionales, probablemente con el Fondo Monetario Internacional como principal candidato. La creciente flexibilidad del FMI en los últimos años a la hora de valorar medidas restrictivas de los movimientos de capital permite anticipar que tanto éstas como las actuaciones explícitas para devaluar las divisas serían analizadas y autorizadas (o no) sin un juicio predeterminado.

Segundo, esa misma perspectiva multilateral, esta vez apoyada en recuperar el funcionamiento efectivo de la OMC, debería frenar (y revertir) la catarata de medidas proteccionistas, sobre todo arancelarias, adoptadas en los últimos trimestres, a la par que abordar, con la exigencia de corrección en un plazo breve, algunas de esas prácticas inaceptables, antes referidas, para ganar competitividad internacional llevadas a cabo por China (no exclusivamente por este país, señalado sea).



Tercero, y más a medio plazo, redefinir la estructura de funcionamiento del Sistema Monetario Internacional, reduciendo el rol dominante del dólar, bien en un esquema de equilibrio entre varias divisas dominantes (no fácil de desarrollar y no necesariamente efectivo en lo económico), bien a través de una auténtica moneda global (en este caso, las dificultades serían de índole fundamentalmente político y técnico, por ese orden). Las decisiones de las Administraciones estadounidenses y de la Reserva Federal dejarían con ello de producir los efectos colaterales tan significativos que actualmente tienen en el resto del mundo.

Desde luego, en este momento, no existe ni la voluntad ni la credibilidad entre los principales actores del teatro internacional para avanzar en estas líneas. El lector debe prepararse para contemplar nuevas escaramuzas (¿hasta batallas?) en la “Guerra de Divisas”.



Panelistas: