

*Miguel Ángel Martínez Rolland**

DISPUTAS Y «GUERRAS» DE DIVISAS. EL PAPEL DEL G20

Los elevados niveles de deuda y la necesidad de su reducción suponen un lastre considerable para la demanda interna en gran parte de los países desarrollados. En este contexto, las exportaciones constituyen la fuente de crecimiento «de último recurso», y la tentación de estimularlas mediante tipos de cambio artificialmente depreciados aumenta. En el pasado, los contextos de bajo crecimiento y de tensiones por la deuda en el sistema monetario internacional han incentivado comportamientos agresivos en materia de divisas, comercio e inversión internacional, que a su vez agravaron los episodios de crisis, en particular en los años treinta. En este artículo repasamos brevemente las pasadas «guerras» de divisas, extrayendo algunas lecciones de la historia, para a continuación examinar las principales fuentes de tensión en el sistema monetario internacional actual, y concluir examinando las posibles soluciones institucionales a los dilemas existentes en materia de tipos de cambio y sector exterior, que apuntan principalmente al G20. España es un protagonista importante en estas discusiones, pese a no tener divisa propia exclusiva: España es el segundo país deudor neto mundial y necesita un alto crecimiento de sus exportaciones para poder reducir la alta deuda externa y absorber el elevado desempleo. Por ello debe tener el mayor interés en un entorno internacional cooperativo y equilibrado en materia de tipos de cambio y sector exterior, en el que no se mantengan infravaloraciones de tipos de cambio de los países con superávit, y en el que los países acreedores permitan el aumento de su demanda interna.

Palabras clave: tipos de cambio, competitividad, deuda externa.

Clasificación JEL: F34, O19.

1. Introducción

La situación actual de la mayoría de los países desarrollados está marcada por unos niveles de endeudamiento público y privado muy elevados, que son consecuencia tanto de la crisis financiera como de la expansión crediticia y los estímulos monetarios pasados. Los presupuestos públicos, en

fuerte desequilibrio, afectados por los aumentos del gasto y reducciones de ingresos derivados de la crisis, han asumido también parte del endeudamiento privado mediante los rescates bancarios. Unos elevados niveles de deuda y la necesidad de «desapalancamiento» suponen por su parte un lastre sobre la demanda interna. Al mismo tiempo, los mercados financieros, para analizar si unos niveles de deuda son sostenibles, se están fijando principalmente en las previsiones y posibilidades de crecimiento de una economía. Y para la estabilización ▷

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Versión de mayo de 2013.

de los presupuestos fiscales y la reducción del elevado desempleo se fija también la esperanza en el crecimiento. En definitiva, la necesidad de crecer es tan imperiosa como difícil.

Queda entonces la exportación como principal fuente de crecimiento. Pero se plantean dificultades: para exportar es necesario ser competitivo y vender a los países con capacidad de demandar importaciones. Y los países con creciente capacidad de demanda son los países emergentes que han reforzado su industrialización (en particular Asia), y los países productores de materias primas, beneficiados por su alto precio. Ahora bien, los países emergentes han incrementado fuertemente su productividad y competitividad, y no han dudado en intervenir en los mercados cambiarios para evitar que sus monedas se aprecien de forma proporcional a sus ganancias de productividad o a los aumentos de precios de las materias primas. En esta situación, la tentación de la depreciación competitiva del tipo de cambio aparece ominosamente en el horizonte como un recurso para los países con bajo crecimiento que hasta ahora la habían evitado.

En este artículo tratamos de analizar por qué se pueden producir las guerras de divisas: comenzamos extrayendo lecciones de la experiencia histórica y continuamos examinando si existen fuentes de tensión en el momento actual que puedan conducir a este tipo de situación. Finalmente, examinamos de qué instrumentos dispone el marco institucional actual para solucionar los problemas cambiarios, en particular en el FMI y G20, así como posibles avenidas de solución.

2. Repaso histórico. «Guerras» de divisas en el pasado

Podemos recordar la opinión de Paul Volcker, quien destacó que el tipo de cambio es el precio más importante de una economía. Junto al tipo de intervención del banco central, es desde luego el más sensible para los mercados. Por ello las discusiones internacionales sobre divisas pueden

ser las que generan más tensiones. Aquí seguiremos con algunas variaciones la clasificación de J. Rickards (2011) sobre los periodos de mayor tensión en el último siglo.

2.1. La principal guerra de divisas (1919-1939)

El sistema monetario internacional, basado en el patrón oro desde finales del siglo XIX hasta 1914, se quiebra completamente con la llegada de la Guerra Mundial y la inmediata suspensión de la convertibilidad de las principales monedas en oro. Los bancos centrales de las potencias combatientes pasan a emitir grandes cantidades de moneda para financiar el esfuerzo de guerra, y los precios se duplican (Reino Unido), triplican (Francia) o quintuplican (Alemania) durante el período bélico¹. Al finalizar la guerra, se inicia un periodo de experimentación monetaria para tratar de retornar al patrón oro y a la convertibilidad de las monedas, plasmado en el acuerdo de la conferencia de Génova de 1922 que instituye un «patrón cambios-oro» que incluye como monedas de referencia a la libra y al dólar, convertibles en oro para grandes cantidades (principalmente de los bancos centrales extranjeros), y utilizables a su vez como sustitutivos de las reservas en oro.

La divisa dominante hasta entonces, la libra esterlina, retorna oficialmente al patrón oro en 1925 con una paridad muy sobrevalorada (la misma de antes de la guerra, pese a la fuerte inflación posterior) que daña gravemente la capacidad de exportar del país. Un sistema cambiario en el cual la principal moneda de reserva sufre una grave sobrevaloración es inestable, y prueba de ello es que la paridad apenas durará seis años. Mientras tanto, Francia y Alemania sufren una fuerte inestabilidad monetaria: Francia, agobiada por el peso de la reconstrucción y las deudas de guerra con Reino Unido y EEUU², ▷

¹ AHAMED, L. (2009): Lords of Finance.

² Las deudas de guerra de Francia con Estados Unidos y Reino Unido ascendían a aproximadamente el 70 por 100 de su PIB, siguiendo los datos de Ahamed (2009) que sitúan las deudas de guerra en 7.000 M\$ de la época, y la estimación del PIB de Francia de las series de Angus Maddison (aproximadamente 10.000 M\$ de la época).

recurre a la inflación en el periodo de posguerra y ve cómo su moneda se devalúa radicalmente hasta que Poincaré consigue estabilizar la moneda en 1926, con un equilibrio del presupuesto y un retorno al patrón oro, oficializado en 1928. Francia fija su moneda a un tipo de cambio competitivo, tras haber recibido el franco un castigo desproporcionado en los mercados de divisas. El país consigue un apreciable superávit comercial y comienza a acumular divisas, principalmente libras esterlinas. Es destacable que Francia esteriliza la acumulación de reservas para evitar que aumenten los precios domésticos, lo que constituyó otro factor que perjudicó el funcionamiento del sistema (sin esterilización se habría producido una apreciación de su tipo de cambio real).

Alemania recurre, mientras tanto, a niveles elevados de inflación para reducir su deuda pública y mantener niveles competitivos del marco a principios de los años veinte. Alemania tiene además una importante carga financiera con las reparaciones de guerra (que ascendían, aproximadamente, al 100 por 100 de su PIB)³. La inflación llega a niveles extremos en 1922-1923, y no es hasta 1924 cuando Hjalmar Schacht, nuevo gobernador del banco central alemán, estabiliza el marco adhiriéndolo al patrón cambios-oro e imponiendo el retorno a la disciplina fiscal. El tipo de cambio del marco es también competitivo y el país consigue un superávit comercial apreciable, al tiempo que recibe considerables flujos de crédito de EEUU.

Tanto Francia como Alemania necesitaban tipos de cambio competitivos para poder pagar sus importantes deudas internacionales o reparaciones de guerra. Al fin y al cabo, una deuda externa ha de pagarse con exportaciones. Este proceso se vio obstaculizado por la política arancelaria proteccionista del principal país acreedor, los Estados Unidos.

³ Los datos provienen de AHAMED, L. *ibid.* Entre los historiadores se mantiene el debate sobre si las reparaciones de guerra eran imposibles de pagar, con posiciones contrarias (siguiendo a Keynes, 1919) o favorables (como Mantoux, 1946). En todo caso, la percepción de las autoridades alemanas de la época, en particular de Hjalmar Schacht, era que las reparaciones constituían una gran carga para su presupuesto, y en sus medidas económicas actuaron en consecuencia.

El arancel Coolidge de 1922 y el posterior, más extremo, de Smoot-Hawley, en 1930, obstaculizan la capacidad de exportar al principal acreedor y tenedor mundial de oro, y por tanto de que las deudas internacionales puedan pagarse y el sistema monetario basarse en el oro. Adicionalmente, EEUU esterilizó las fuertes entradas de reservas que recibió desde la Guerra Mundial, para evitar una elevación de sus precios internos, lo que impidió que se apreciara su tipo de cambio real, que es lo que habría sido necesario para que sus ingentes reservas de oro se distribuyeran en el resto del mundo. Todo ello tuvo el efecto de debilitar más aún la posición exterior del Reino Unido, que tenía una moneda sobrevalorada. En este contexto, los EEUU y Reino Unido acabaron reduciendo las deudas de guerra de Francia en un 60 por 100 en 1928 y animando a una reducción de las reparaciones de guerra alemanas con los planes de Dawes y Young.

La presión sobre la sobrevalorada libra esterlina, incluyendo las lógicas peticiones de los bancos centrales para cambiar libras por oro⁴, se hace insostenible tras la masiva crisis financiera internacional que se desata con la cadena de quiebras bancarias iniciada en el banco Credit Anstalt austriaco en mayo de 1931. Es en septiembre de 1931 cuando la libra abandona el patrón oro, lo que desencadena el abandono sucesivo de otras monedas. En particular, EEUU devalúa el dólar en 1933, pasando de un tipo de cambio de 21\$/onza a 35\$/onza, un 66 por 100.

Francia se resiste a abandonar el cambio fijo pero pierde progresivamente competitividad ante las devaluaciones competitivas de otros países. Mientras tanto, adopta medidas de retorsión (represalia) comerciales, incluyendo cuotas de importaciones, hasta que devalúa el franco en 1936. Alemania, ▷

⁴ Aunque historiadores económicos de países anglosajones como Eichengreen son críticos con las peticiones de Francia de convertir parte de sus reservas de libras en oro, la conversión era parte de las reglas establecidas del patrón cambios-oro, como una medida de disciplina para alinear la oferta monetaria con la competitividad internacional siguiendo el esquema flujo-especie. De hecho, Francia ejerció cierta contención en sus peticiones, particularmente el gobernador del Banco de Francia, Clément Moret.

afectada gravemente por la crisis financiera desencadenada por la quiebra del Credit Anstalt, decide en 1930 adoptar un camino novedoso y peligroso: el país se resiste a ajustar su tipo de cambio, temiendo el desprestigio político asociado a una devaluación, pero el tipo de cambio fijo con la libra se convierte a partir de entonces en una ficción, al establecer controles de cambios draconianos que en la práctica impiden a los nacionales el cambio de la moneda nacional por divisas extranjeras. Los controles de cambios obstaculizan el intercambio basado en precios de mercado y obligan a instituir acuerdos de compensación comercial (*clearing*) que equivalían al trueque comercial internacional. Italia y otros países del centro de Europa adoptan esquemas parecidos. El resultado de todas estas medidas, que se retroalimentaban con un entorno de grave crisis financiera y depresión industrial, es letal para los intercambios internacionales: el comercio internacional se desploma.

Cabe resaltar que uno de los principales países más agresivos en la guerra de divisas fue Japón, que devaluó agresivamente durante los años treinta, desplazando a los británicos de los mercados de Asia. China, que mantenía su moneda vinculada a la plata, experimentó fuertes ganancias de competitividad hasta 1932 al bajar mucho la cotización de la plata, pero experimentó una drástica apreciación a partir de la intervención de EEUU en el mercado de la plata en 1933⁵. España, por su parte, no había conseguido estabilizar y fijar el tipo de cambio de la peseta en los años veinte, pese a tener intención de unirse al sistema de patrón oro. El informe de Flores de Lemus de 1929 fue importante, al recomendar, prudentemente, no adoptar un tipo de cambio fijo con la libra en aquel momento de inestabilidad. A principios de los años treinta, la peseta sufrió una depreciación considerable, que motivó que el país no experimentara una crisis tan grave como otros y no tuviera graves problemas en su sector exterior, pero las autoridades no fomentaron esta depreciación, que venía más

bien motivada por la incertidumbre política. A partir de 1933 las autoridades intentaron alinearse con el tipo de cambio del franco (que mantuvo el patrón oro hasta 1936), defendiendo a la peseta de mayores depreciaciones, pero el resultado fue que la divisa se mantuvo sobrevalorada, y España mantuvo un déficit exterior hasta la Guerra Civil⁶. Por otra parte, España fue uno de los primeros países en establecer medidas de retorsión contra las medidas proteccionistas de EEUU en 1930 (arancel Smoot-Hawley).

En 1936, EEUU, Francia y el Reino Unido forjan un pacto para no efectuar más devaluaciones competitivas (Acuerdo Tripartito), pero no es hasta 1944 cuando se restablecerá el orden internacional en la conferencia de Bretton Woods.

2.2. *La segunda guerra de divisas (1967-1985)*

El patrón cambios-dólar-oro de Bretton Woods concedió mucha libertad a la política monetaria de los EEUU, que aprovecharon a partir de 1960 para ejercer políticas monetarias y fiscales expansivas, inconsistentes con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo de 35\$/onza de oro. Desde 1961 el valor de los dólares en circulación superó las reservas de oro, y la tendencia se fue agravando. El resultado fue que la paridad dólar-oro en 35\$ la onza se hizo crecientemente insostenible.

Los desequilibrios globales de la época residieron en que Alemania, Japón, Francia y otros países europeos, las potencias industriales en crecimiento, incluyendo a España, continuaron acumulando cantidades crecientes de reservas, y EEUU pudo mantener de forma «indolora» un déficit comercial importante (el «déficit sin lágrimas»)⁷. De nuevo, el mecanismo natural del patrón oro, la redención de reservas en dólares por oro, fue ejercido por varios países, comenzando por Francia ▷

⁶ MARTÍN ACEÑA (2000), siguiendo la valoración de los informes del Servicio de Estudios del Banco de España de Fernández-Baños.

⁷ Según la denominación de Jacques Rueff (1971) en “*Le péché Monétaire de l’Occident*”.

⁵ BURDEKIN, C.K. (2003) y FRIEDMAN, M. (1992).

en 1965, pero de forma tardía y menos gradual de lo que habría sido ideal. Cabe notar que España también convirtió parte de sus reservas de dólares en oro en los años sesenta a continuación de Francia, una decisión acertada que conllevó importantes beneficios al Banco de España.

EEUU trató de parar la quiebra del sistema, en vez de aceptando una importante devaluación del dólar respecto al oro o una severa deflación (muy costosa en términos de empleo), estableciendo parches transitorios. El plan de los Derechos Especiales de Giro en el FMI y el «pool del oro»⁸ consiguieron retrasar ligeramente el final del sistema pero no abordaron el desequilibrio fundamental: la sobrevaloración del dólar.

Desde 1968 los bancos centrales dejan de vender oro en el mercado (final del «pool del oro»), y los bancos centrales de los países aliados de EEUU se comprometen a no exigir conversiones de sus dólares en oro —en la práctica asumiendo una situación de inflación reprimida, por naturaleza inestable—. Ante la creciente especulación y el agravamiento del déficit exterior de EEUU, en 1971 Nixon suspende formalmente la convertibilidad del dólar en oro y establece un arancel extraordinario del 10 por 100 a todas las importaciones a EEUU. Esto sirve como medida de presión para que los países europeos y Japón revalúen sus monedas respecto al dólar, lo que se plasma en los acuerdos del Smithsonian de 1972. Una vez se produce la revaluación en 1972, el realineamiento es mucho más brusco de lo esperado, con una revaluación fuerte del marco y el yen, y una depreciación acelerada de la libra esterlina. El dólar entra en una espiral de inflación-depreciación en la cual los precios de las materias primas, incluyendo tanto al oro como al petróleo, sobreaccionan multiplicándose respecto a su valor anterior a 1971⁹.

La espiral depreciación-inflación se rompe con la llegada de Paul Volcker a la presidencia de la

Reserva Federal en 1979, quien establece una política dura de subidas de tipos de interés, con el objetivo de reducir la inflación y conseguir un dólar fuerte. La estabilización monetaria en EEUU tiene éxito y se convierte en un modelo para otros países. Las monedas adoptan progresivamente como ancla efectiva un objetivo de inflación medido por el IPC nacional, que tiene relativo éxito, aunque irá mostrando sus limitaciones décadas más tarde.

De hecho, la fortaleza del dólar conduce a presiones políticas para su devaluación, que llevan a que el Congreso de los EEUU amenace con establecer medidas proteccionistas que compensen la pérdida de competitividad por el tipo de cambio. Esto lleva a que el G7 firme en 1985 el Acuerdo del Plaza, que orquesta una depreciación coordinada y cooperativa del dólar. Es el primer acuerdo realmente cooperativo, que es seguido en 1987 por el Acuerdo del Louvre para estabilizar el dólar a la vista de que su depreciación se vuelve excesiva. El contenido de estos acuerdos va más allá de lo que son meros pactos cambiarios. Los países se comprometen a adoptar determinadas medidas de política económica consistentes con los compromisos cambiarios adquiridos.

Autores japoneses¹⁰ han sido críticos con el Acuerdo del Plaza por considerar que fomentó una política monetaria excesivamente expansiva, y la enorme burbuja financiera e inmobiliaria de finales de los ochenta que luego llevó a una grave crisis financiera y a dos décadas de estancamiento y deflación a la economía japonesa. Además, para ellos, «claudicar» en exceso ante los EEUU en materia cambiaria supuso la pérdida de una importante ventaja competitiva industrial. Esta interpretación ha podido tener un importante peso en las actuaciones del Gobierno chino desde mediados de la década pasada¹¹. ▷

⁸ Acuerdo entre bancos centrales en 1961 para vender oro en el mercado de Londres para mantener un precio de mercado del metal en 35\$ la onza.

⁹ Es un error común atribuir el comportamiento del precio del petróleo en los años setenta únicamente a factores «reales» como los embarcos de petróleo y el establecimiento del cártel de la OPEP. La anormalmente elevada correlación entre el precio del petróleo y el del oro y

otras materias primas, en un contexto de depreciación del dólar, alta inflación, volatilidad e incertidumbre monetaria, apuntan a que la situación monetaria internacional jugó un papel de primer orden en el comportamiento del precio del petróleo.

¹⁰ Como JINUSHI *et al.* (2000), o IWAMOTO (2006).

¹¹ Como reflejan las declaraciones del miembro del comité de política monetaria del Banco de China, Li Daokui, al «China People's Daily» en 2010, citadas por el FMI en sus Perspectivas Económicas Internacionales de abril de 2011.

La cooperación en materia de divisas mediante acuerdos formales como los del Plaza y los del Louvre no tiene continuidad posterior, al ser los años noventa una época de fuerte crecimiento, sin sustanciales desalineamientos cambiarios. Alemania y Japón crecen débilmente y no tienen superávits considerables, y el Asia emergente no había desarrollado todavía su potencial exportador. El dólar se mantiene relativamente fuerte, gozando su política monetaria de una elevada credibilidad en los mercados, y las crisis de divisas se centran en el mundo emergente¹². En un contexto en el que los precios de las materias primas alcanzan mínimos históricos, sucesivos países en desarrollo experimentan crisis financieras y la necesidad de devaluar respecto al dólar. Desde la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992-1993, no se aprecian casos graves de desalineamiento de divisas entre los países desarrollados ni grandes desequilibrios globales, pese a la existencia de una apreciable volatilidad cambiaria en todo el periodo y de sucesivas crisis en los países emergentes hasta 2003.

2.3. 2003-hoy. «Disputas» sobre divisas

Desde finales de los noventa se produce un hecho enormemente relevante para la economía mundial: la fuerte emergencia de China, que se recupera a velocidad acelerada desde 1978 del catastrófico retroceso sufrido desde la posguerra mundial y las políticas de Mao Tse-Tung. Junto a China, el sudeste asiático consolida su crecimiento basado en las exportaciones. Esta emergencia choca con la apuesta de EEUU por políticas monetarias, financieras y fiscales muy expansivas desde 2001 para contrarrestar los efectos del 11-S y la resaca de la burbuja de las compañías tecnológicas, así como para financiar un gasto público crecido por las guerras de Irak y Afganistán y una expansión del gasto social. Estas políticas generan fuertes y cre-

cientes déficits corrientes en el país, que llegan a rozar el 6 por 100 del PIB de los EEUU en 2005 y 2006. Emergen así los llamados «desequilibrios globales», que se producen de forma pareja a un renovado incremento de los precios de las materias primas, como en los años setenta, y por causas también relacionadas con la inestabilidad del sistema monetario internacional¹³.

El tipo de cambio efectivo real de China mejoró enormemente al incrementarse exponencialmente su productividad y mantenerse su tipo de cambio nominal casi fijo respecto al dólar. Los principales países industrializados contrajeron fuertes déficits comerciales con China, que se convierte en el «taller» del mundo y atrae gran número de industrias deslocalizadas. China mantiene un tipo de cambio fijo con el dólar, que le resulta extraordinariamente fácil de mantener por sus incrementos de productividad y sus elevadas tasas de ahorro, pero también por la fuerte demanda de importaciones en los países desarrollados¹⁴. De hecho, para mantener el tipo de cambio fijo ante simultáneos superávits comerciales y entradas de inversión directa, acumula cantidades ingentes de reservas, resistiendo la presión apreciatoria. Otros países asiáticos siguen la estela de China, aunque con una fijación cambiaria menos estricta.

EEUU viene aplicando presión sobre China para que revalúe su tipo de cambio desde 2003. Tanto el FMI como EEUU señalan a los persistentes superávits chinos como un problema para el crecimiento ▷

¹³ El crecimiento de los precios de las materias primas guarda una importante relación con el fuerte crecimiento de la producción, intensiva en materias primas, en los países asiáticos, pero también con los bajos tipos de interés –que indirectamente fomentan la producción asiática– y la inestabilidad monetaria y financiera. Definimos inestabilidad monetaria en un sentido amplio: no nos referimos a una volatilidad del IPC (que ha sido muy estable), sino a la volatilidad de las bases monetarias, los flujos financieros internacionales, del crédito y de la acumulación de reservas internacionales, considerando además que cada vez es más difícil distinguir inestabilidad monetaria de inestabilidad financiera internacional.

¹⁴ Esto contrasta con que lo habitual, particularmente para un país en desarrollo, suele ser la dificultad de mantener una paridad fija constante respecto a la moneda central del sistema monetario internacional. La anormal facilidad para mantener un tipo de cambio fijo, y para acumular reservas en general, es un síntoma y consecuencia de la extraordinaria expansividad de las políticas del país con moneda central, que ha sido mayor que la de los países emergentes, y que se ha visto reflejada en sus déficits por cuenta corriente.

¹² Con la significativa excepción de la crisis del Sistema Monetario Europeo en 1992-93.

global equilibrado, y alertan del riesgo de una brusca crisis del dólar. No es hasta 2009 cuando China comienza a ceder en esta pretensión, ante el agravamiento de la crisis financiera internacional y una importante concesión de EEUU, que convierte formalmente al G20 en el principal foro de cooperación internacional, en detrimento del G7. Pero las divisas, a partir de 2009, se comportan de una forma imprevisible. El dólar adquiere la condición de refugio en 2008 y 2009, recibiendo capitales de los países exportadores de materias primas, que experimentan una caída muy radical (el petróleo pasa de 140 \$/barril a 35 \$/barril entre julio y diciembre de 2008). Y aunque esta tendencia se revierte rápidamente a finales de 2009, el dólar se convierte entonces en refugio de la grave crisis financiera en la zona euro, pero experimenta presiones depreciatorias frente a las divisas emergentes. Mientras tanto, China va apreciando gradualmente su moneda frente al dólar, de forma paralela a las reuniones del G20, pero sin dejar de acumular ingentes divisas.

Los países emergentes que en 2010 reciben grandes cantidades de flujos de capital y presiones apreciatorias de sus monedas acusan a la política monetaria muy expansiva de Estados Unidos (y del resto de los países desarrollados) de debilitar conscientemente sus monedas. Es el ministro brasileño Guido Mantega quien, en septiembre 2010, acusa a los países desarrollados de crear una «guerra de divisas» con su política monetaria, que tendría el objetivo encubierto de depreciar sus monedas. La acumulación de reservas sería, de este modo, una defensa legítima por parte de los países que experimentan presiones apreciatorias y flujos de capitales masivos y volátiles, no una manipulación de los mercados cambiarios. La gradual reducción de estas presiones apreciatorias en los países emergentes a lo largo de 2012 ha disminuido la tensión, pero la esencia de las diferencias de opinión se mantiene. Los países emergentes prevén que cuando la política monetaria cambie su signo y suban los tipos de interés, las reservas les serán necesarias ante una previsible reversión de los flujos de capital y de los precios de las materias primas.

El último episodio que ha llevado la atención a los problemas de divisas es la elección del primer ministro japonés Shinzo Abe, quien prometió acabar con la deflación y con la apreciación del yen en septiembre de 2012. Con el anuncio del nombramiento del nuevo gobernador del Banco de Japón Kuroda, en febrero, nombrado por Abe, se acelera la depreciación del yen que comenzó en noviembre y ha llamado la atención de los mercados y del G20, quien debatió intensamente esta cuestión en sus reuniones ministeriales de febrero y abril de 2013. El resultado ha sido que el grupo bendice las actuaciones de Japón «contra la deflación», mientras no se adopte un objetivo de tipo de cambio o de ganancia de competitividad explícita. Se entiende que si Japón consigue salir de la deflación (un objetivo nacional que se estima legítimo), ello beneficiará al resto del mundo. Pero resulta paradójico y novedoso que el principal acreedor mundial (oficialmente), que todavía goza de un superávit por cuenta corriente apreciable, debilite de forma más o menos abierta su moneda. Es un paso bastante más controvertido que impedir la apreciación de la divisa, y podría sentar un precedente negativo al anteponer el interés nacional al del sistema monetario. La bendición del G20 y del G7 parece concesiva, pero bastante condicionada a que no se produzcan efectos negativos sustanciales sobre otros países y que el superávit que acumule el país no sea excesivo. Japón aparece, pues, como el principal frente abierto y la principal incógnita en las disputas sobre divisas actuales.

2.4. Lecciones sobre guerras de divisas

1. *El país que ostenta la divisa central tiene una gran responsabilidad, y su liderazgo es imprescindible para evitar una guerra de divisas.* Una constante en las guerras de divisas pasadas es que las realmente graves se producen cuando la moneda central del sistema monetario internacional padece problemas de sobrevaloración. El Reino Unido en 1925 trató de fijar su tipo de cambio a un nivel ▷

gravemente sobrevalorado, y su retirada unilateral del patrón oro seis años más tarde condujo al desorden cambiario. Estados Unidos mantuvo un tipo de cambio crecientemente sobrevalorado en la década de 1960, y su ruptura unilateral del sistema de Bretton Woods en 1971 condujo a la volatilidad cambiaria y al neoproteccionismo. El país central del sistema debe estar en condiciones de ejercer un liderazgo suficiente para promover la colaboración cambiaria, manteniendo políticas ortodoxas y una posición activa en los foros de cooperación internacional. Cuando adopta políticas excesivamente expansivas, otros países pueden negarse a seguirle y se genera tensión cambiaria.

2. *Los problemas de divisas más graves son problemas comerciales y financieros.* Un elemento esencial de los problemas de divisas es que están relacionados íntimamente con los problemas comerciales, con desequilibrios comerciales y financieros globales. En realidad es difícil distinguir una guerra de divisas de una guerra comercial. Las amenazas de proteccionismo suelen producirse ante pérdidas de competitividad, relacionadas con lo que ocurre con el tipo de cambio. Los desequilibrios exteriores asociados a desalineamientos cambiarios suelen generar resentimiento en los países con déficit. Si el país con superávit corriente acumula grandes cantidades de reservas, los países con moneda sobrevalorada y déficit exterior pueden recurrir a la devaluación o al proteccionismo. El caso de Alemania en 1930 es quizás el más extremo: ante una sobrevaloración cambiaria, en lugar de devaluar, Hjalmar Schacht decide aplicar controles de cambios que impiden el funcionamiento normal del comercio y constituyen un proteccionismo tan radical que conduce a Alemania a firmar acuerdos de trueque internacional. Por su parte, EEUU recurre a un arancel extraordinario del 10 por 100 en 1971 para obligar al resto de países a revaluar sus monedas respecto al dólar. En 1985 y en la década de 2000, el principal argumento para convencer a Japón y a China de la necesidad de revaluar sus monedas fue la amenaza de sanciones comerciales por el Congreso de EEUU.

3. *Las crisis económicas alimentan las tensiones cambiarias, y a la inversa.* Los entornos de bajo cre-

cimiento y alto desempleo llevan a una mayor tensión, a la búsqueda de un mayor crecimiento por la vía cambiaria. La combinación de desequilibrios exteriores y bajo crecimiento suele conducir a la mayor presión para utilizar medidas de tipo de cambio y comerciales agresivas. A su vez, las tensiones cambiarias generan desequilibrios globales, que pueden conducir a crisis cambiarias o a medidas comerciales proteccionistas, que tienen grandes costes en crecimiento, generando un círculo vicioso. Algunos analistas culpan principalmente de la gran depresión al patrón oro, al observar que aquellos países que salieron del patrón oro experimentaron un aumento del crecimiento tras devaluar. Más allá de la relación comprobada entre devaluación de una moneda sobrevalorada y aumento del crecimiento a corto plazo, la atribución parece excesiva. La segunda parte de los años treinta también fue de bajo crecimiento, como lo fueron los años setenta, por los problemas citados, y además las devaluaciones pueden alimentar ciclos de inestabilidad e indisciplina de las políticas económicas. En cambio, tanto la época del patrón oro clásico como la de Bretton Woods, con tipos de cambio fijos generalizados, o los años noventa, con flotación generalizada entre las principales áreas monetarias, fueron épocas de fuerte crecimiento.

4. *Las deudas internacionales constituyen una fuente de tensión.* Las deudas de guerra tras la I Guerra Mundial fueron un lastre fundamental para poder acordar un orden monetario estable y abierto. Los países deudores tuvieron serias dificultades para poder exportar lo suficiente para poder pagar sus deudas, lo que constituyó un factor esencial a la hora de tomar decisiones de política cambiaria. En cambio, tras la II Guerra Mundial, EEUU, como principal acreedor, suministraron a sus aliados un régimen mucho más estable. Cuando un país importante tiene una elevada deuda en moneda nacional, la tentación de devaluar o de recurrir a la inflación para reducir (licuar) su deuda es mayor¹⁵. En los años setenta, el recurso a la inflación y ▷

¹⁵ Rickards (2009) interpreta el caso de la hiperinflación en Alemania en 1921-1923 como un descontrol monetario que, al fin y al cabo, permitió devaluar la moneda para poder exportar más, y así pagar más fácilmente las reparaciones exteriores.

devaluación permitió a EEUU y al Reino Unido reducir notablemente la carga real de su deuda en moneda nacional. Por otra parte, las deudas en moneda extranjera presentan un mayor riesgo de lastrar una economía en caso de crisis o inestabilidad monetaria, dado que si la moneda nacional se deprecia, la carga real de la deuda aumenta. La asunción de importantes volúmenes de deuda en moneda extranjera constituye así un importante desincentivo a devaluar, pero con el riesgo adicional de un impago desordenado y la consiguiente pérdida de acceso a la financiación internacional, junto al deterioro de las relaciones internacionales con los países acreedores.

5. *La cooperación internacional es imprescindible, y no debe limitarse al tipo de cambio en sentido estrecho.* En caso de que la divisa central esté sobrevalorada y sea necesaria su devaluación, es necesaria la cooperación internacional para que ésta sea ordenada y efectiva, y para que se instrumenten paquetes de política económica consistentes con la corrección de los desequilibrios. Si son varios los países con monedas sobrevaloradas, deben hacerlo simultáneamente. Al fin y al cabo, el tipo de cambio es un mecanismo de ajuste exterior, pero la teoría económica nos recuerda que existen diversos instrumentos para alcanzar el equilibrio externo (como la política fiscal y la monetaria, o las políticas de oferta). Si no hay cooperación internacional, las devaluaciones tienden a ser mayores de lo necesario para corregir una sobrevaloración, con el objetivo de contar con un margen de seguridad ante la previsión de devaluaciones de otros países. En caso de que sea necesaria la devaluación o apreciación de varias divisas, una devaluación simultánea, o al menos coordinada, genera menos tensiones que una secuencia de devaluaciones acompañadas por la incertidumbre.

6. *Los ajustes graduales previenen las crisis, y las asimetrías en regímenes cambiarios las agravan.* Las mayores tensiones se producen cuando algún compromiso institucional impide que fuertes desequilibrios exteriores (déficits por cuenta corriente o pérdidas de reservas) se ajusten mediante ajustes de tipo de cambio graduales «naturales», que establecen costes tan pronto como los desequilibrios aparecen.

Los «déficits sin lágrimas» suelen conducir a ajustes más tardíos, bruscos y más costosos al acumularse mayores desequilibrios. Un ejemplo de asimetría es cuando existe un ancla cambiaria muy firme en un país, y otros países tienen un régimen de flotación. En cambio, en la época del patrón oro o en Bretton Woods, los principales países adoptaron regímenes de tipo de cambio fijo. En las décadas de los ochenta y noventa, la flotación libre con «vigilancia mutua» en el G7, las principales intervenciones cambiarias fueron coordinadas.

7. *Es necesario un marco institucional que suministre reglas que permitan que las políticas de los países centrales no se dediquen exclusivamente a objetivos nacionales.* Cuando las políticas de los países centrales tienen exclusivamente objetivos domésticos, los efectos externos sobre otros países son mayores. Por ejemplo, las intervenciones públicas en los mercados cambiarios para ganar competitividad de la producción nacional son fuentes de tensión. Los países sin ataduras cambiarias tienen mayor margen de política económica. Es necesario algún tipo de marco institucional internacional que limite la orientación nacional(ista) de las políticas económicas. La limitación del recurso a la devaluación competitiva es un ejemplo, pero la principal carencia actual del sistema es la ausencia de limitaciones internacionales a los tipos de cambio infravalorados en general, así como a las políticas monetarias y financieras en los países con tipo de cambio flotante. Un caso en el que los objetivos domésticos perjudicaron la estabilidad del sistema fue la esterilización de las entradas de reservas en oro por parte de EEUU y de Francia en los años veinte, con el objetivo de evitar la subida de precios domésticos.

8. *La inestabilidad monetaria conduce a la inestabilidad cambiaria.* La teoría indica que cuando existe un objetivo cambiario, la política monetaria debe supeditarse a él. Del mismo modo, la política monetaria puede ser utilizada explícita o implícitamente para alcanzar objetivos en términos tipo de cambio y de balanza exterior a corto plazo, aunque pueda implicar una mayor inflación o inestabilidad financiera a medio y largo plazo. Si existen asimetrías en la orientación de la política monetaria de ▷

TABLA 1
SALDOS DE CUENTA CORRIENTE ENTRE 2007 Y 2013
(Datos en miles de millones USD)

País	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (P)	% PIB (2012)	% PIB (2013)
China	353,183	420,569	243,257	237,623	201,720	213,700	238,499	2,6	2,6
Alemania.....	247,967	226,105	197,133	206,985	224,290	238,496	219,208	7,0	6,1
Arabia Saudí.....	93,379	132,314	20,955	66,751	158,494	177,229	143,148	24,4	19,2
Suiza.....	38,837	10,934	53,701	78,583	55,718	84,721	81,794	13,4	12,6
Kuwait.....	42,188	60,244	28,288	38,290	70,800	78,084	70,804	45,0	40,8
Holanda.....	52,667	37,520	41,325	59,909	81,590	64,550	70,116	8,4	8,7
Japón.....	212,103	159,856	146,569	204,031	119,304	58,963	63,494	1,0	1,2
Noruega.....	49,042	72,404	44,413	50,160	62,705	71,160	63,057	14,2	11,7
Rusia.....	77,012	103,722	49,518	69,967	98,834	81,309	56,402	4,0	2,6
Qatar.....	20,186	33,032	9,987	34,099	52,617	54,155	55,260	29,5	29,3
Taiwán.....	35,154	27,505	42,923	39,872	41,230	49,550	51,212	10,5	10,3
Singapur.....	46,348	28,838	33,482	62,026	65,323	51,437	48,408	18,6	16,9
Suecia.....	42,286	44,014	27,150	31,689	37,884	37,564	34,723	7,1	6,0
Corea.....	21,770	3,198	32,790	29,394	26,068	43,139	34,604	3,7	2,7
España.....	-144,281	-154,053	-70,395	-62,314	-55,356	-14,499	15,313	-1,1	1,1
Irlanda.....	-13,876	-14,966	-5,241	2,365	2,484	10,405	7,546	4,9	3,4
Italia.....	-27,296	-66,079	-42,029	-72,556	-67,408	-10,654	6,555	-0,5	0,3
Portugal.....	-23,445	-31,989	-25,631	-24,241	-16,673	-3,289	0,314	-1,5	0,1
Grecia.....	-44,686	-51,212	-35,960	-29,863	-28,709	-7,182	-0,698	-2,9	-0,3
Polonia.....	-26,501	-34,957	-17,155	-24,030	-25,023	-17,400	-18,431	-3,6	-3,6
Sudáfrica.....	-19,924	-19,617	-11,504	-10,237	-13,620	-24,068	-23,971	-6,3	-6,4
Indonesia.....	6,950	0,286	10,628	5,145	1,685	-24,183	-31,056	-2,8	-3,3
Francia.....	-25,931	-49,632	-35,016	-40,042	-54,169	-62,893	-35,056	-2,4	-1,3
Turquía.....	-38,434	-41,524	-13,370	-45,447	-75,092	-46,935	-57,906	-5,9	-6,8
Brasil.....	1,551	-28,192	-24,302	-47,273	-52,472	-54,247	-58,244	-2,3	-2,4
Canadá.....	11,361	1,788	-40,588	-58,414	-52,846	-66,999	-64,911	-3,7	-3,5
Australia.....	-58,528	-47,101	-42,044	-36,996	-33,825	-56,385	-87,687	-3,7	-5,5
India.....	-8,077	-30,974	-25,912	-52,224	-62,756	-93,304	-97,617	-5,1	-4,9
Reino Unido.....	-64,372	-26,711	-27,749	-57,645	-32,773	-85,532	-105,967	-3,5	-4,4
Estados Unidos.....	-710,304	-677,134	-381,898	-441,952	-465,928	-474,983	-473,473	-3,0	-2,9

(P): previsiones.

Fuente: WEO database, abril 2013.

los países importantes, se genera volatilidad en los flujos de capital y tensión cambiaria.

3. Situación actual: fuentes de tensión en el sistema monetario internacional

A partir de las lecciones examinadas respecto a los episodios pasados de guerras de divisas, podemos analizar si existen fuentes de tensión en la situación actual. Es necesario tener en cuenta que el análisis del pasado no es suficiente para identificar las fuentes de tensión actuales o futuras. Factores que no fueron importantes en el pasado pueden serlo en la actualidad, y a la inversa.

3.1. Desequilibrios globales. Saldo de cuenta corriente

Los saldos de cuenta corriente muestran que los «desequilibrios globales» se han reducido notable-

mente desde 2007. Llama la atención la corrección del déficit de los países de la zona euro con déficit exterior. España, en particular, ha pasado del segundo mayor déficit por cuenta corriente mundial tras EEUU en 2007 y 2008, a una posición cercana al equilibrio. No obstante, el nivel de los desequilibrios globales sigue siendo sustancial. EEUU continúa teniendo un fuerte déficit, aunque menor que en el pasado. Los países que han incrementado su déficit exterior son los países Commonwealth: el Reino Unido y su antigua órbita.

Por su parte, se ha reducido apreciablemente el superávit exterior de China, que, no obstante, sigue siendo el mayor del mundo, junto al de Alemania. Es llamativo que las cifras en dólares del superávit de China se mantienen bastante constantes desde 2009, aunque en porcentaje del PIB se han reducido muy considerablemente desde 2007 (desde el 10,1 al 2,6 por 100 estimado). Alemania, otros países centro-europeos y el Asia emergente mantienen elevados superávits; y los países exportadores de materias ▷

TABLA 2
PRINCIPALES PAÍSES ACREEDORES Y DEUDORES. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
(Datos en millones de USD)

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	PIB 2011	PII 2011 (%PIB)
Japón.....	1.531.737	1.808.166	2.194.925	2.484.942	2.891.841	3.087.723	3.255.405	nd	5.866.540	55,5
China	413.472	640.208	1.188.115	1.493.816	1.490.516	1.688.032	1.774.746	nd	7.298.147	24,3
Alemania.....	552.022	851.737	947.323	876.096	1.156.115	1.163.670	1.092.987	1.412.251	3.607.364	30,3
Suiza.....	478.468	521.796	691.507	617.279	730.045	798.467	868.123	nd	660.761	131,4
Taiwán.....	344.886	385.276	468.387	563.446	601.468	645.650	740.584	nd	466.424	158,8
Hong Kong (China).....	439.359	518.325	483.701	622.756	720.056	660.562	702.696	nd	243.666	288,4
Singapur	270.740	349.788	368.973	304.949	472.233	561.242	674.048	nd	259.849	259,4
Arabia Saudí.....	nd	nd	374.654	463.785	434.785	483.569	583.677	nd	597.086	97,8
Noruega.....	165.853	203.698	226.184	219.228	326.165	386.995	432.397	nd	485.404	89,1
Bélgica.....	120.010	120.312	142.900	191.554	266.001	306.616	314.162	nd	514.593	61,1
Holanda.....	-15.876	22.905	-50.792	34.528	137.644	178.091	276.572	403.703	838.112	33,0
Venezuela.....	36.180	60.758	89.742	131.882	132.539	136.484	157.783	145.679	316.431	49,9
Rusia.....	-31.566	-38.793	-150.600	254.788	103.429	16.340	137.957	nd	1.850.401	7,5
Kuwait.....	49.177	64.220	71.586	104.283	101.644	94.918	103.262	nd	160.984	64,1
Mauricio.....	905	1.351	2.239	2.170	70.584	92.756	102.119	nd	11.268	906,3
India.....	-47.591	-59.686	-74.766	-85.817	-125.660	-202.570	-206.233	nd	1.826.811	-11,3
Canadá.....	-141.627	-72.619	-127.230	-39.429	-105.513	-196.036	-209.734	nd	1.738.954	-12,1
Portugal.....	-122.624	-167.013	-221.550	-230.091	-268.478	-247.464	-232.244	-254.354	237.831	-97,7
Grecia.....	-175.996	-234.642	-315.718	-249.368	-298.429	-292.135	-232.329	-291.800	299.275	-77,6
Polonia.....	-127.921	-166.360	-241.334	-242.644	-277.507	-312.679	-282.854	-337.959	514.503	-55,0
Indonesia.....	-124.854	-136.857	-169.170	-147.754	-213.724	-291.062	-318.995	nd	846.450	-37,7
Turquía.....	-174.370	-205.862	-314.088	-200.257	-276.839	-360.660	-321.246	-412.997	774.336	-41,5
México.....	-286.032	-350.825	-369.434	-318.457	-325.186	-400.380	-333.199	-472.234	1.153.958	-28,9
Reino Unido.....	-434.938	-757.339	-647.421	-147.967	-476.833	-546.114	-406.816	-858.471	2.431.310	-16,7
Francia.....	22.768	26.432	-41.130	-346.464	-255.001	-202.955	-410.503	nd	2.778.085	-14,8
Italia.....	-264.243	-402.483	-560.916	-528.359	-554.900	-495.295	-422.056	-504.277	2.198.732	-19,2
Brasil.....	-313.346	-364.540	-535.572	-279.284	-595.661	-878.344	-729.776	nd	2.492.907	-29,3
Australia.....	-381.717	-460.802	-560.654	-488.484	-684.611	-774.363	-848.231	nd	1.486.914	-58,5
España.....	-596.331	-853.703	-1.211.278	-1.201.130	-1.414.894	-1.244.634	-1.256.394	-1.288.315	1.479.560	-86,0
Área euro.....	-822.369	-1.288.069	-1.789.381	-2.148.028	-2.009.360	-1.623.846	-1.404.095	nd	13.114.435	-10,7
Estados Unidos.....	-1.932.150	-2.191.649	-1.796.005	-3.260.157	-2.321.806	-2.473.597	-4.030.249	-4.416.244	15.075.675	-26,7

nd: no disponible.

Fuente: *International Financial Statistics Database (FMI)*. Datos extraídos en abril y mayo de 2013.

primas (sobre todo los petroleros) acumulan saldos superavitarios crecientes.

3.2. Deudas internacionales. Saldo acreedores y deudores financieros

Podemos aproximar los niveles de deudas internacionales a partir de los saldos de posición de inversión internacional (PII), que incluyen tanto las deudas internacionales como los saldos de inversión. Lo ideal sería utilizar los datos de deuda externa neta, pero no están disponibles para todos los países en la base de datos de Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. La principal limitación de la PII es que las variaciones en los precios de los activos financieros añaden volatilidad, y los saldos de inversión son menos generados

de tensión que las deudas (al producirse una reducción automática de los flujos de salida de capitales en los momentos de crisis nacional, y al no requerir refinanciación, generalmente).

Los saldos de posición de inversión internacional muestran una senda de crecimiento en línea con la evolución de los déficits por cuenta corriente, aunque con algunas variaciones derivadas principalmente de los tipos de cambio y del valor de los activos financieros. Lo más llamativo de estos datos son sus niveles: algunos países como Japón, los países petroleros, Suiza o Taiwán acumulan posiciones acreedoras muy fuertes en relación a su PIB, en niveles poco comunes. Los datos de China seguramente infraestimen mucho su posición acreedora, puesto que este país no declara al FMI todas sus reservas oficiales. Bajo algunas estimaciones privadas, solamente las reservas oficiales de divisas de China ▷

ascienden a entre 3 y 4 billones de dólares¹⁶. Los saldos negativos de EEUU son elevados dado su gran tamaño, y los datos de PII negativa de España y otros países europeos son muy elevados y preocupantes.

A grandes rasgos, sería natural que los países desarrollados tuvieran posiciones acreedoras, y los emergentes con buenas perspectivas de crecimiento posiciones deudoras, puesto que ese crecimiento permitiría repagar las deudas. Lo que se observa es que los países que acumulan mayores posiciones deudoras no son aquellos que tienen perspectivas de un crecimiento elevado. Las posiciones acreedoras de los países exportadores de materias primas son muy elevadas, y aunque la experiencia pasada muestra que se pueden producir violentas reversiones de esas posiciones cuando varían los precios de las materias primas, en algunos casos parecen excesivas.

En definitiva, vemos unos desequilibrios mucho mayores en los saldos deudores y acreedores (*stocks*) que en las cuentas corrientes (flujos). Una conclusión importante es que son considerablemente más graves como fuente de tensión los desequilibrios pasados acumulados (representados en la posición de inversión internacional) que los desequilibrios presentes de cuenta corriente.

3.3. *Desalineamiento de cuentas corrientes y de tipos de cambio*

Un concepto clave en las discusiones sobre divisas es el desalineamiento: infravaloración o sobrevaloración respecto a un «precio de equilibrio». El cálculo del desalineamiento no es sencillo ni está exento de controversia. La metodología de referencia en las discusiones oficiales es la que utiliza el FMI, que ha experimentado variaciones apreciables en los últimos años. Tomando como base la metodología de su Grupo Consultivo de Tipos de Cambio (Consultative Group on Exchange Rates - CGER), el FMI desde 2012 se centra en la metodología External Balance

Assessment (EBA). La esencia de esta metodología reside en que, si un país tiene un persistente superávit (/déficit) por cuenta corriente, y la evolución de sus índices de precios es menor (/superior) que los de sus socios comerciales, su moneda está infravalorada (/sobrevalorada). A estos conceptos básicos se añade un número significativo de ajustes para tener en cuenta, entre otros, el crecimiento de la productividad, los niveles de deuda externa o los precios de las materias primas, para los países exportadores.

El FMI venía haciendo estas valoraciones sobre tipo de cambio y cuenta corriente de forma confidencial, o en el contexto de sus consultas del artículo IV anuales. En julio de 2012, por primera vez, el FMI hace pública su estimación de los desalineamientos de cuenta corriente y de tipos de cambio para los principales países y divisas, en el Informe Piloto sobre el Sector Exterior (Pilot External Sector Report). Estas valoraciones tuvieron menos resonancia de lo esperado, en consonancia con las conclusiones del informe, que eran tímidas y que indicaban que los desalineamientos no eran excesivamente graves y se estaban reduciendo, en línea con la tendencia de los desequilibrios globales de cuenta corriente. También el relativo desfase de los datos, referidos a finales de 2011, limita la actualidad de las conclusiones, pero son los últimos datos disponibles del FMI. Por ello añadimos la evolución estimada de las cuentas corrientes desde entonces.

Los resultados de las estimaciones del FMI son bastante sorprendentes por la modestia de los ajustes que estima necesarios en las cuentas corrientes, salvo en Malasia y Alemania entre los países con superávit, y en España y Turquía entre los países con déficit. También son relativamente modestos los cambios en tipos de cambio efectivos reales que estima necesarios. El razonamiento implícito es que el FMI considera que los desequilibrios globales han efectuado gran parte de su recorrido y, por lo tanto, no son necesarios ajustes en las grandes monedas. También, en caso de incertidumbre sobre los resultados, tiende a dictaminar un menor nivel de desalineamiento.

Se puede apreciar que no hay una coincidencia total entre los desajustes de cuenta corriente y los ▷

¹⁶ Las estimaciones de Bloomberg y del CIA World Factbook estiman las reservas de China en 3,3 billones de dólares. Ver el apartado 3.4.

TABLA 3
DESALINEAMIENTOS ESTIMADOS POR EL FMI DE CUENTAS CORRIENTES Y DE TIPOS DE CAMBIO

	Desalineamiento de la cuenta corriente en % PIB (datos 2011)	Desalineamiento del tipo de cambio efectivo real (2011)	Cuenta corriente 2011 (% PIB)	C/C estimada 2013 (%PIB)	Ajuste estimado c/c 2011-13	Ajuste pendiente c/c
Malasia	+4 /+6	-5 / -10	11,0	6,0	-5,0	0,00
Alemania	+4 /+5	0 / -10	6,2	6,1	-0,1	-4,40
Singapur	+2 /+6	0 / -15	24,6	16,9	-7,7	3,70
Suecia	+2 /+4	-5 / -10	7,0	6,0	-1,0	-2,00
Tailandia	+2 /+4	0 / -10	1,7	1,0	-0,7	-2,30
China	+1,5 /+ 3,5	-5 / -10	2,8	2,6	-0,2	-2,30
Corea	+1 / +4	0 / -10	2,3	2,7	0,4	-2,90
Indonesia	+1 / +3	-5 / -10	0,2	-3,3	-3,5	1,50
Holanda	+1 / +3	0 / -5	9,7	8,7	-1,0	-1,00
India	+1 / -1	-5 / +5	-3,4	-4,9	-1,5	1,50
México	+1 / -1	-5 / +5	-0,8	-1,0	-0,2	0,20
Polonia	+1 / -1	-5 / +5	-4,9	-3,6	1,3	-1,30
Bélgica	+2 / -2	-5 / +5	-1,4	-0,1	1,3	-1,30
Hong Kong	+2 / -2	+10 / -15	5,2	2,0	-3,2	3,20
Suiza	+2 / -2	+5 / +15	8,4	12,6	4,2	-4,20
Área euro	0 / -1	0 / +5	0,6	2,3	1,7	-1,20
Brasil	0 / -2	+5 / +15	-2,1	-2,4	-0,3	1,30
Francia	0 / -2	0 / +5	-1,9	-1,3	0,6	0,40
Rusia	0 / -2	0 / +10	5,2	2,5	-2,7	3,70
Canadá	-1 / -2	+5 / +15	-3,0	-3,5	-0,5	2,00
Japón	-1 / -2	0 / +10	2,0	1,2	-0,8	2,30
Reino Unido	-1 / -2	+5 / +10	-1,3	-4,4	-3,1	4,60
Estados Unidos	-1 / -2	0 / +10	-3,0	-2,9	0,1	1,40
Sudáfrica	0 / -3	+5 / +15	-3,4	-6,4	-3,0	4,50
Australia	-1 / -3	+5 / +15	-2,3	-5,5	-3,2	5,20
Italia	-1 / -3	+5 / +10	-3,0	0,3	3,3	-1,30
Turquía	-2 / -4	+10 / +20	-9,7	-6,8	2,9	0,10
España	-3 / -5	+10 / +15	-3,7	1,1	4,8	-0,80

Fuente: *Pilot External Sector Report (FMI)*. Julio de 2012. Datos de cuenta corriente de 2011 y 2013: *WEO abril 2013*. Ajuste previsto y pendiente: elaboración propia.

de tipo de cambio real¹⁷. Para los países con fuertes superávits (Alemania, los nórdicos, los asiáticos) no se estiman grandes infravaloraciones (ninguna superior al 10 por 100 en media). Más aún, sorprende que se considere que para ciertos países muy acreedores su cuenta corriente de equilibrio sea un fuerte superávit (Singapur, nórdicos, Suiza).

Una gran novedad de la metodología EBA del FMI es que se calculan los desalineamientos de tipos de cambio efectivo real de los miembros de uniones monetarias. Anteriormente se excluían del cálculo CGER al considerarse que los ajustes dentro de una unión monetaria se realizarían, no por la vía del tipo de cambio, sino por vía absorción y otros canales de tipo real. También se consideraba

que es recomendable ser muy cauteloso al calcular cuentas corrientes, y más aún tipos de cambio reales entre países de una unión monetaria, como lo es calcularlos entre regiones de un país. Resulta llamativo que con la nueva metodología dos de los tres países sistémicos con mayor desalineamiento estimado (España e Italia) sean parte de la Unión Económica y Monetaria europea. El cambio es notablemente procíclico: el FMI ha pasado de una visión complaciente sobre los desequilibrios en una unión monetaria, a ser muy severo, apuntando a la necesidad de ajustes de tipo de cambio real (devaluaciones internas) dentro de la UEM. También es paradójico que en un ejercicio originalmente destinado a valorar tipos de cambio y desincentivar las intervenciones cambiarias, el país grande al que se le señala un mayor desequilibrio en cuenta corriente, y, aunque en menor medida, en tipo de cambio efectivo real, sea Alemania, otro ▷

¹⁷ Esto se debe, en parte, a que se estima que unos países tienen más margen para recurrir al tipo de cambio que otros, que pueden realizar los ajustes por otras vías, principalmente de la demanda o producción interna. Estos ajustes son más costosos, pero también son posibles.

miembro de una unión monetaria, que no puede apreciar su tipo de cambio nominal al carecer de moneda propia exclusiva.

Adicionalmente, los países (mono)exportadores de materias primas, como Arabia Saudí, están excluidos de este ejercicio. Eso significa aceptar la tesis de que sus tipos de cambio no deben adoptar variaciones consonantes con las de los precios de las materias primas que exportan. El Fondo desiste así de hacer presión para que se utilice esta posible válvula de ajuste del sistema monetario internacional¹⁸, que beneficiaría a los países con déficit.

Podemos suplir la falta de actualidad de este ejercicio (que es el último público) contrastando el dictamen del FMI en 2011 con la evolución posterior estimada de las cuentas corrientes. Destaca mucho que el país importante con déficit, que ha hecho un mayor ajuste de cuenta corriente, es España (estimado en casi 5 puntos del PIB) superando el ajuste necesario estimado por el FMI. Es muy notable que este fortísimo ajuste externo se haya realizado en el contexto de una unión monetaria, sin recurrir a una devaluación, pero con elevados costes en términos de PIB y empleo¹⁹. Algunos países asiáticos con superávit lo reducen considerablemente (Malasia, Indonesia, Singapur, Hong Kong), mientras que los países Commonwealth (Reino Unido, Australia, Sudáfrica, Canadá) son los países con déficit que mantienen mayores necesidades de ajuste exterior. Varios países que tienen

superávits apenas los han reducido (Alemania, nórdicos, Suiza) y algunos asiáticos (China, Corea) en menor medida también deberían reducir sus superávits.

En el informe de Perspectivas Económicas Mundiales (WEO) de abril de 2013, el FMI valora brevemente la situación de las principales divisas, considerando que no hay desalineamientos significativos. Habla de *currency worries* en lugar de *currency wars*. El euro y el dólar se mantienen ligeramente sobrevalorados, y el yuan ligeramente infravalorado. Sobre el yen japonés, asevera que los resultados de sus modelos son contradictorios, con lo que no puede dictaminar un desalineamiento.

En definitiva, el ejercicio del FMI apunta hacia algunos de los principales desequilibrios globales conocidos, pero no diagnostica excesivas necesidades de ajustes, salvo para los países del sur de la UEM y Turquía. Se puede apreciar cierto sesgo en contra de los países con déficit y a favor de los países con superávit: la valoración de los países con superávit corriente parece bastante concesiva (salvo para Alemania), racionalizando en gran medida sus superávits, y no parece tener en cuenta la posición acreedora para exigir ajustes adicionales a los grandes acreedores como Japón, pero sí a los grandes deudores.

3.4. Acumulación de reservas

Un indicador fundamental de si existe desalineamiento efectivo de una divisa es la acumulación de divisas. Si un país está interviniendo fuertemente en el mercado, es señal de que el mercado apuesta por valores de equilibrio para el tipo de cambio distintos de los que establece la autoridad oficial. Por lo tanto, los países con la divisa más infravalorada serán aquellos que acumulen mayores cantidades de divisas, y aquellos que pierdan mayor número de divisas, aquellos que padezcan una mayor sobrevaloración. Esto se cumple en ausencia de controles de capitales y de controles de cambios, que impiden el flujo de los capitales y el funcionamiento completo de los mercados de divisas. ▷

¹⁸ La válvula de ajuste sería la apreciación de las monedas de los países exportadores de materias primas a medida que aumenten los precios de éstas últimas, lo que permitiría reducir sus superávits por cuenta corriente al aumentar sus importaciones. Los países exportadores de materias primas tratan de evitar este tipo de ajustes para no sufrir problemas de «enfermedad holandesa» (pérdida de competitividad de su producción no relacionada con las materias primas), y argumentan que necesitan un importante colchón de reservas en caso de brusca bajada de los precios de sus exportaciones, que pueden ser muy volátiles.

¹⁹ Es posible que el FMI, pese al fuerte ajuste realizado en la cuenta corriente, mantenga la recomendación de la necesidad de ganar competitividad en el tipo de cambio real, puesto que los niveles de desempleo son muy altos, y la mejora en la cuenta corriente puede deberse a una compresión muy elevada de la demanda interna. También, aunque ha habido una mejora relativa de los índices de costes laborales (CLUs) en relación a los socios comerciales, ésta se debe en parte a aumentos del desempleo que han aumentado la productividad aparente, pero no tanto la marginal. Adicionalmente, a España se le ha aplicado un ajuste negativo motivado por la elevada posición deudora, medida por la PII, que incrementa la necesidad de tener un superávit para pagar la deuda.

TABLA 4
ACUMULACIÓN DE RESERVAS EN 2012
(En millones de USD)

País	Reservas 31/12/2011	Reservas 31/12/2012	Variación M\$	% Variación
Suiza	271.122	458.692	187.570	69,18
Arabia Saudí.....	525.521	634.837	109.316	20,80
Emiratos Árabes Unidos	36.091	40.898	4.807	13,32
México	137.485	154.565	17.080	12,42
Rusia	497.400	537.100	39.700	7,98
Brasil	352.012	378.613	26.601	7,56
Singapur.....	235.262	251.748	16.486	7,01
Corea del Sur.....	306.400	326.970	20.570	6,71
China	3.181.150	3.311.590	130.440	4,10
Turquía	76.659	78.550	1.891	2,47
India.....	262.933	262.014	-919	-0,35
Japón.....	1.220.785	1.193.077	-27.708	-2,27
TOTAL países seleccionados.....	7.102.819	7.628.654	525.835	7,40

Fuente: Bloomberg. Abril 2013. Tabla elaborada por José Vicente Pérez y Antonio Martínez-Ligero.

TABLA 5
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MUNDIAL

Países	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Mundo	3,3	4,0	4,4	4,5	4,5	4,5
Países desarrollados	1,2	2,2	2,6	2,6	2,6	2,5
Países emergentes y en desarrollo	5,3	5,7	6,0	6,1	6,1	6,2

Fuente: FMI. World Economic Outlook Database. Abril 2013.

Por la Tabla 4 vemos que el ritmo de acumulación de reservas de divisas en 2012 es todavía apreciable, pero considerablemente menor que en años pasados (llegó a experimentar un crecimiento del 42 por 100 interanual en 2007, según los datos de COFER del FMI). Los principales acumuladores son: Suiza, China y los países petroleros, y ello apunta a que deberían ser los que hicieran ajustes de tipo de cambio. Suiza constituye el ejemplo más negativo dentro del sistema monetario internacional de una política inconsistente con el reequilibrio global²⁰. El hecho de que el FMI no le advierta sobre su tipo de cambio indica que su metodología cuenta con limitaciones para poder dictaminar infravaloraciones de divisas.

3.5 Perspectivas de crecimiento

Las perspectivas de crecimiento del FMI son relativamente débiles para los países desarrollados

(con un crecimiento bastante débil en 2013 y 2014), pero sobre todo no parecen suficientes para reducir elevados niveles de deuda, de déficit público y de desempleo, y el FMI considera que son vulnerables a posibles sorpresas negativas (el perfil de riesgos está sesgado a la baja). El riesgo de que estas previsiones puedan ser optimistas en un contexto de elevada deuda y de desequilibrios financieros heredados de la época en que se gestó la crisis financiera internacional puede constituir una fuente muy importante de tensión que afecte a los tipos de cambio.

3.6 Valoración de conjunto

Los desequilibrios globales que importan hoy día no son los saldos de cuenta corriente presentes. El principal problema para el sistema monetario internacional es la herencia de los desequilibrios pasados acumulados, reflejada en las elevadas posiciones deudoras y acreedoras, combinada con unas perspectivas de bajo crecimiento, elevada deuda pública y privada y alto desempleo.

Podemos añadir que la salida futura de los estímulos monetarios y los históricamente bajos tipos de interés mundiales podrían añadir una fuente de tensión muy importante. Si ocurre como a principios de los años ochenta, ante una subida de tipos, los precios de las materias primas podrían desplomarse y generar crisis para muchos países emergentes, así ▷

²⁰ Ver: GROS, D. (2012): An overlooked currency war in Europe.

como para los países con mayores posiciones deudoras y necesidades de refinanciación de su deuda externa. Una salida tardía de los estímulos podría, por su parte, incrementar las vulnerabilidades y las fuentes de tensión de largo plazo.

4. El marco institucional para aportar soluciones a problemas cambiarios. El FMI y el G20

4.1. El FMI

La pertenencia al FMI incluye la obligación de evitar manipular los tipos de cambio para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales, pero la institución no ha conseguido sancionar, o siquiera aperebrar formalmente, a ninguno de sus miembros desde que se estableció el sistema monetario internacional actual en los Acuerdos de Jamaica de 1976.

El FMI tiene un mandato formal para evitar manipulaciones de los tipos de cambio, plasmado en el artículo IV de su convenio constitutivo²¹, que está redactado pensando en la necesidad de impedir los casos de infravaloración que se produjeron en los años treinta, cuando los principales países devaluaron desordenadamente, obteniendo ventajas competitivas que inducían a otros a devaluar a su vez. Las infravaloraciones de tipos de cambio pueden entenderse como una manera de «robar» crecimiento a los países vecinos, al crear una ventaja competitiva artificial, y por lo tanto crear riesgos de crisis en el país menos competitivo y adoptar medidas de retorsión de tipo proteccionista. Ahora bien, el mandato del FMI ha mostrado la dificultad de abordar los casos en los que un país no devalúa, pero tiene una importante infravaloración de su tipo de cambio. Esto se puede producir cuando los países «centrales» del sistema monetario

internacional aplican políticas expansivas mientras que otros países, que fijan su tipo de cambio respecto a las divisas «centrales», aplican políticas más estables o experimentan fuertes aumentos de productividad. Es lo que se ha producido con el caso de China o el Asia emergente desde principios de la década pasada. Ninguno de estos países ha devaluado su moneda respecto al dólar, que es el eje del sistema, pero todos ellos han intervenido masivamente en los mercados cambiarios para impedir la apreciación de sus monedas. Por ello, aunque sus intervenciones cambiarias claramente impedían el ajuste de su balanza de pagos, no se pudo argumentar suficientemente que trataran de obtener ventajas competitivas desleales. Es decir, una dificultad importante residía en probar la intencionalidad de manipular. El Fondo Monetario habría tenido más facilidad para intervenir si se hubiera producido una devaluación abierta.

Ante esta carencia institucional, la primera apuesta del FMI en el mandato de Rato, apoyado por los EEUU y Europa, fue reforzar su mandato. Esta apuesta la completó el director gerente Strauss-Kahn mediante la Decisión sobre supervisión bilateral del Directorio Ejecutivo (Decisión de 2007), que se articulaba en torno al concepto de desalineamiento fundamental²² y ampliaba la supervisión de tipos de cambio a los casos de sobrevaloración, adicionalmente a los de infravaloración, para introducir simetría. Se establecía la obligación de una consulta ad hoc para aquellos países miembros para los que se identificaran, principalmente, indicios de desalineamiento en su tipo de cambio. La aplicación de esta decisión encontró dificultades inmediatamente, y los intentos que hubo de lanzar consultas ad hoc fracasaron. China se negó a recibir consultas del artículo IV en 2007 y 2008 ▷

²¹ El artículo IV.1.3 establece que cada miembro «evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros».

²² El desalineamiento fundamental del tipo de cambio efectivo real es definido por el FMI (2007) en "Review of the 1977 Decision—Proposal for a New Decision. Companion Paper: «When the underlying current account differs from the equilibrium current account, the exchange rate is «fundamentally misaligned». Esta definición implica la estimación econométrica de una «cuenta corriente subyacente de equilibrio», y la desviación de la cuenta corriente respecto a la de equilibrio a su vez tendría una relación econométrica con la desviación del tipo de cambio de equilibrio.

por la discrepancia sobre tipo de cambio y su negativa a aplicar la nueva decisión. Curiosamente, la UE también contribuyó a enterrar la decisión al negarse a aceptar que se le señalara una sobrevaloración cambiaria a Letonia en 2008. La estimación cuantitativa de los desalineamientos mediante modelos econométricos también fue vulnerable a las críticas de que era una «caja negra», y que existían amplios márgenes de error.

Por otra parte, una paradoja es que, pese a quejarse de que el marco institucional debía ser reforzado, tanto el FMI como el Tesoro de los Estados Unidos han sido reacios a utilizar con toda su fuerza los instrumentos existentes sobre tipos de cambio. Han preferido no forzar la utilización de instrumentos de tipo «legal» definiendo a países como «manipuladores de tipos de cambio» por temor a que esta declaración fuera utilizada por el Congreso de los EEUU para adoptar medidas proteccionistas que podrían desencadenar tensiones internacionales. En definitiva, Estados Unidos, como país líder del sistema, ha preferido optar por la vía de la persuasión en reuniones informales, en particular en el G20.

4.2. El G20

Ante la frustración por la dificultad de obtener resultados en el FMI, la apuesta siguiente fue por la cooperación informal en el G20, que ha tenido algunos éxitos.

El salto de categoría que Estados Unidos suministra al G20 en 2008, convirtiéndolo en el principal foro de cooperación internacional a nivel de presidentes de Gobierno y de ministros, viene motivado principalmente por la urgente necesidad de integrar a China en las discusiones sobre la economía internacional en un momento de grave crisis. Ya no tiene sentido discutir de tipos de cambio y de reservas internacionales sin la presencia de la gran potencia de Asia. Y la ampliación del marco de diálogo permite incluir a otros países emergentes importantes y a España, modificando el protocolo habitual del G20.

China acoge muy favorablemente la iniciativa, y de hecho considera al más alto nivel político que es

fundamental darle importancia al G20. Es significativo, como documenta Rickards, que los principales movimientos de apreciación del yuan se producen poco antes de las grandes reuniones del G20. En las discusiones, no obstante, China no se muestra partidaria de llegar a grandes acuerdos sobre divisas al estilo de los del G7 en los años ochenta. China no desea aparecer como claudicante, pero también señala su voluntad de caminar en la dirección correcta para que se produzca un ajuste en el sistema monetario internacional. Ahora bien, China afirma en estas reuniones que este ajuste ha de ser gradual y evitar una crisis en el país. De 2008 a 2009, China se resiste a aceptar en las reuniones del G20 un objetivo numérico de apreciación del yuan, e incluso rechaza la mención a los tipos de cambio en los comunicados. Pero gradualmente, desde la cumbre de Toronto en junio de 2010, acepta declaraciones genéricas de flexibilización de los regímenes cambiarios de las monedas con superávit exterior y de la necesidad de evitar desalineamientos de tipos de cambio.

EEUU intenta a finales de 2010 una táctica diferente: que se adopte una referencia de $-4/+4$ por 100 del PIB para determinar un desequilibrio excesivo de cuenta corriente, con lo que también se apuntaría al excesivo superávit de Alemania. China, ahora aliada con Alemania, rechaza esta referencia. El análisis de las cuentas corrientes se deriva entonces al grupo de trabajo del G20 del Marco para el Crecimiento Fuerte, Sostenible y Equilibrado, con un amplio y complejo espectro de indicadores sobre desequilibrios exteriores que no señala a nadie en particular y no se centra en los tipos de cambio. En 2011 en Cannes se establece el compromiso de los países del G20 de «*moverse más rápidamente hacia tipos de cambio más flexibles*», y China acepta una referencia específica a su «*determinación de incrementar la flexibilidad cambiaria, de forma consistente con los fundamentales subyacentes de mercado*»²³. En Los Cabos ▷

²³ La presidencia francesa tateó la posibilidad de incentivar la apertura de China de su régimen cambiario mostrando la disposición a que el renminbi pase a formar parte de la cesta de monedas principales de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI, si China abría su cuenta financiera lo suficiente. La lógica es que es más difícil mantener una infravaloración con menos controles de cambios. China no mostró interés.

se mantiene esencialmente el mismo lenguaje, y la presión sobre el tipo de cambio de China se reduce, a la vista de la trayectoria de su cuenta corriente. El incremento de su demanda interna y de sus precios y costes domésticos, junto a la gradual apreciación cambiaría frente al dólar, parecía haber surtido efectos. De hecho, por primera vez en mucho tiempo, China informaba de algunas periódicas presiones bajistas sobre su moneda y su acumulación de reservas es considerablemente menor que en el pasado, aunque todavía es notable.

En 2013 el foco de atención cambió en el G20 pasa a Japón. En febrero de 2013 el G7 había tenido una áspera discusión sobre las propuestas del Gobierno Abe, principalmente por las declaraciones abiertas del Gobierno japonés de provocar una depreciación del yen²⁵. El superávit por cuenta corriente de Japón venía reduciéndose desde 2010, y el Gobierno japonés quería resucitar el sector exterior como fuente de crecimiento. Ahora bien, el G7 no podía tolerar que Japón adoptara un objetivo explícito de debilitar el tipo de cambio. El resultado del duro debate aparece en su comunicado de febrero en Moscú²⁵: *«reafirmamos que la orientación de las políticas [de los países del grupo] estará orientada a objetivos domésticos utilizando instrumentos domésticos, sin objetivos de tipo de cambio»*. Japón acepta no adoptar objetivos directos de tipo de cambio (y por lo tanto no acumular excesivas divisas), pero en la práctica recibe una aceptación de su nueva política monetaria —que por otra parte se espera que tenga impacto indirecto en el tipo de cambio—. El G20, aun estando de acuerdo con advertir a Japón, no podía suscribir esta posición del G7 porque China y otros países tienen objetivos de tipo de cambio fijos que consideran legítimos. Así, el G20 en su comunicado del 16 de febrero incluyó una variante que añade la intención de ganar ventajas competitivas: *«No tendremos objetivos de tipo de cambio*

*para ganar competitividad»*²⁶. Y se afirma, como novedad importante, que las políticas monetarias deben orientarse a la estabilidad de los precios domésticos, así como que el G20 se compromete a *«vigilar y minimizar los efectos externos negativos sobre otros países de las políticas adoptadas con objetivos domésticos»*. Estos compromisos son ambiciosos dentro de la arquitectura financiera internacional, al incluir de forma equilibrada tanto los tipos de cambio como las políticas monetarias, reconociendo que las políticas con objetivos domésticos pueden tener consecuencias internacionales importantes. Y están en línea con varias de las lecciones que proponemos en materia de guerra de divisas, pero su aplicación efectiva dependerá de la presión *inter pares* que se ejerza en el G20 y en el G7. No hay un compromiso formal o estatutario en el marco del FMI o de un tratado que obligue al cumplimiento, ni un marco sancionador, pero se ha optado por la vía informal al ser la más realista en presencia de un país celoso de su soberanía como China y de las obligaciones legales de la Reserva Federal y del BCE.

En abril, los ministros del G20 emiten en Washington DC un respaldo bastante claro de la política de Japón: *«Las acciones recientes de Japón tienen la intención de parar la deflación y estimular la demanda interna»*. Una motivación de esta positiva declaración es que la política de Japón ha provocado el aumento de los flujos financieros a activos de los países desarrollados (sobre todo los de más riesgo) ante la perspectiva de una mayor inflación en Japón, lo que explica principalmente la escasa protesta de Europa. Pero el G20 mantiene la vigilancia ante lo que ocurra en el país asiático, que tiene por un lado la mayor posición acreedora frente al resto del mundo, pero por otro lado unos desequilibrios internos financieros y fiscales muy elevados. ▷

²⁴ Es significativo que el ministro de Finanzas de Japón, Taro Aso, ostenta el cargo adicional de «Ministro a cargo de superar la deflación y evitar la apreciación del yen».

²⁵ El G7 ha venido manteniendo un papel importante pese a la emergencia del G20 desde 2009. La brevedad de sus declaraciones muestra que se ha concentrado en las cuestiones realmente importantes.

²⁶ La formulación original del comunicado del G7 del 12 de febrero es: *«We reaffirm that our fiscal and monetary policies have been and will remain oriented towards meeting our respective domestic objectives using domestic instruments, and that we will not target exchange rates»*. La del comunicado del G20 del 16 de febrero: *«We will not target our exchange rates for competitive purpose»*.

5. Conclusiones

Una de las principales lecciones de las experiencias pasadas es que la inestabilidad monetaria es la fuente de tensión fundamental entre divisas, al estar asociada a momentos de bajo crecimiento. Los episodios de crisis financiera, deflación o alta inflación no suelen tener la misma incidencia en los distintos países o áreas monetarias, lo que provoca fuertes presiones cambiarias, movimientos de capital, y, finalmente, alteraciones en los tipos de cambio. Las tensiones más difíciles de gestionar se producen cuando las divisas centrales del sistema están sobrevaloradas, y otras áreas emergentes, con posición acreedora, no aceptan la revalorización de sus divisas. Elevados niveles de deuda internacional exigen que los países acreedores acepten tener déficits exteriores, para que los países deudores puedan exportar como manera de reducir su deuda exterior. Ahora bien, estos factores no conducen de forma ineludible a políticas internacionales agresivas, que pueden evitarse si existe un liderazgo internacional suficiente que incentive la cooperación, y una mentalidad liberal en la opinión económica. Un clima intelectual favorable al intervencionismo y al proteccionismo es un ingrediente también importante para que se produzca una guerra de divisas.

El análisis de la situación actual revela que las fuentes de tensión que pueden conducir a una guerra de divisas existen. Desde 2007 los países desarrollados han experimentado sucesivas fases de la crisis financiera internacional más intensa desde la II Guerra Mundial. Como consecuencia de ello, su crecimiento es bajo, y los niveles de deuda internacional son elevados.

Pese a todo ello, el FMI ha afirmado en abril de 2013 que no existen «guerras de divisas» en la actualidad, puesto que los desequilibrios globales se han reducido, y no observa en sus análisis sustanciales desalineamientos entre las principales divisas. El cambio en la posición externa de China, menos competitiva que en el pasado, y la reducción de su acumulación de divisas, han sido determinantes en el cambio de énfasis del Fondo, quien venía alertando desde 2003 de los riesgos que

suponían los desequilibrios globales. De hecho, solicita que las autoridades nacionales destierren este tipo de términos y de retórica, por el riesgo de que incremente la tensión política y la tentación de utilizar instrumentos proteccionistas.

No obstante, una conclusión de nuestro análisis es que las fuentes de tensión siguen existiendo, aunque no se muestren tanto en las posiciones de cuenta corriente. No importan tanto los desequilibrios externos actuales, como la suma de los desequilibrios pasados, reflejada en altos niveles de deuda internacional. El G20 tiene el reto, junto al FMI, de mantener cierta estabilidad en el sistema, cuyas tensiones pueden aflorar de forma brusca. Los desequilibrios pasados deben ajustarse siguiendo «reglas de juego» tradicionales: los países acreedores deben asumir déficits exteriores permitiendo la apreciación de su moneda o de su tipo de cambio real, y los deudores obtener superávits mejorando su competitividad real. Si el ajuste es simétrico y el movimiento de los tipos de cambio es en la dirección que apuntamos, será menos costoso que si solamente lo realiza el deudor mediante un ajuste interno. La principal carencia del marco institucional es que no parece haber internalizado lo suficiente esta necesidad de reequilibrio de posiciones acreedoras, que parece necesaria para evitar riesgos de nuevas crisis y un posible recurso a las devaluaciones cambiarias de forma no cooperativa. Las alternativas que parecen lejanas serían grandes acuerdos cambiarios en el G20, la formulación de reglas más claras y operativas sobre tipos de cambio en el FMI, o que el FMI volviera a tener la potestad de autorizar las intervenciones cambiarias.

La importancia para España de esta discusión es mayor de lo que podría pensarse por nuestra pertenencia a una unión monetaria. Tanto el Fondo Monetario como los mercados apuntan a la necesidad de ganancias sostenidas de competitividad y al reto que supone una muy elevada deuda externa, reflejada en la negativa posición de inversión internacional. España fue protagonista, aunque posiblemente en exceso, del último diagnóstico del sector exterior del FMI. Pese al extraordinariamente elevado y costoso ajuste exterior que ha realizado en los últimos tres años, España necesita un fuerte y ▷

sostenido crecimiento de sus exportaciones para poder absorber los altos niveles de desempleo y pagar la voluminosa deuda externa. Por ello España debe ser uno de los países con mayor interés en la estabilidad del sistema monetario internacional, la solución ordenada de los problemas de divisas y el mantenimiento de un orden financiero y comercial multilateral estable y abierto. Y está en nuestro interés fomentar que las instituciones financieras internacionales soliciten importantes esfuerzos de aumento de la demanda interna y de contención en materia de intervención cambiaria a los países acreedores y con superávit exterior.

Bibliografía

- [1] AHAMED, L. (2009): *Lords of Finance. The bankers who broke the world*. Ed. Penguin books.
- [2] BURDEKIN, R.C.K. (2005): Claremont McKenna College. «US Pressure on China's Currency: Milton Friedman and the Silver Episode Revisited». Accesible en: <http://www.claremontmckenna.edu/rdschool/papers/2005-07.pdf>
- [3] EICHENGREEN, B. (2008): *Globalizing Capital. A history of the international monetary System*. 2ª ed. Ed. Princeton University Press.
- [4] FLORES DE LEMUS, A. (2010): *Obras. Volumen I (Estudios teóricos y de Economía Española general)*. Ed Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.
- [5] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007): *Decisión de 2007. Companion paper*. <http://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/ndexc.pdf>
- [6] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2011): *Perspectivas de la Economía Mundial*. Abril de 2011. Recuadro 1.4.
- [7] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2012): *Pilot External Sector Report*.
- [8] FRIEDMAN, M. (1992): *Franklin D. Roosevelt, Silver and China*, <http://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman92.pdf>
- [9] G7 (2013): *Declaración de los Ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales*. 12 de febrero de 2013. Accesible en : <https://www.gov.uk/government/news/statement-by-the-g7-finance-ministers-and-central-bank-governors>
- [10] G20 (2008): *Declaración de líderes del G20*. Washington, DC, Estados Unidos. 15 de noviembre de 2008.
- [11] G20 (2009): *Declaración de líderes del G20*. Londres, Reino Unido. 2 de abril de 2009.
- [12] G20 (2009): *Declaración de líderes del G20*. Toronto, Canadá, 27 de junio de 2009.
- [13] G20 (2010): *Declaración de líderes del G20*. Seúl, Corea del Sur, 12 de noviembre de 2010
- [14] G20 (2011): *Declaración de líderes del G20*. Cannes, Francia, 4 de noviembre de 2011.
- [15] G20 (2012): *Declaración de líderes del G20*. Los Cabos, México, 19 de junio de 2012. Traducción accesible en <http://g20.org/images/stories/docs/g20/conclu/declaracionlideresg20.pdf>
- [16] G20 (2013): *Declaración de los ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales*, 16 de febrero de 2013. Moscú, Rusia.
- [17] G20 (2013): *Declaración de los ministros de Finanzas y gobernadores de bancos centrales*. 19 de abril de 2013. Washington DC, EEUU.
- [18] GROS, D. (2012): «An overlooked currency war in Europe». 11 de octubre de 2012. Artículo en *VoxEU*, accesible en: <http://www.voxeu.org/article/overlooked-currency-war-europe>
- [19] HINOJO GONZÁLEZ, P. y MARTÍNEZ ROLLAND, M.A. (2010): *La supervisión de tipos de cambio del Fondo Monetario Internacional*, en *Revista de Economía ICE*, nº 855, julio-agosto.
- [20] IWAMOTO, Y. (2006): *Japan On The Upswing: Why the Bubble Burst and Japan's Economic Renewal*. Ed. Algora Publishing.
- [21] JINUSHI, T.; YOSHIHIRO, K. y RYUZO M. (2000): *Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations*, en *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, ed. Ryoichi Mikitani y Adam S. Posen (Washington: Institute for International Economics).
- [22] KEYNES, J.M. (1919): *Las consecuencias económicas de la paz*. Ed. Crítica.
- [23] MANTOUX, E. (1946): *La paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Ed. Gallimard.
- [24] MARTÍN ACEÑA, P. (2000): *Historia del Servicio de Estudios del Banco de España, 1930-2000*. Ed. Banco de España. 

- [25] MARTÍNEZ ROLLAND, M.A. (2008): Las subidas en los precios de los alimentos y las materias primas: la importancia de los factores financieros y monetarios. Análisis Real Instituto Elcano (ARI) nº 72/2008 - 3/07/2008. Publicado en *Revista ARI* número 56, agosto-septiembre de 2008.
- [26] PEOPLE'S DAILY –CHINA– (2010): No Repeat of Japan's Mistake: official (20 de septiembre). Accesible en: <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7145687.html>
- [27] RICKARDS, J. (2011): *Currency Wars*. Ed. Portfolio / Penguin.
- [28] ROBBINS, L. (1934): *The Great Depression*. Ed. Books for Libraries Press.
- [29] RUEFF, J. (1971): *Le péché monétaire de l'Occident*. Ed. Plon.

