

La guerra de divisas en perspectiva

Ferran Casadevall Massuet*

1. Introducción

La actual crisis económica nació financiera, pasó a real y después a fiscal, para acabar siendo cambiaria. Pero hay una diferencia cualitativa entre las primeras etapas y esta última. Mientras que hasta ahora la crisis se ha afrontado por la gobernanza internacional desde la cooperación, el surgimiento de la denominada guerra de divisas, de consolidarse, indicaría un retroceso en la cooperación económica. Por ello el reto es doble; por un lado, seguir la lucha contra la crisis económica y sus efectos y, por otro lado, no ir marcha atrás en la construcción de la gobernanza económica global.

En este artículo primero se repasará el concepto de devaluación competitiva, señalando sus consecuencias negativas para la economía internacional, y se pondrá en relación con el modelo de desarrollo asiático basado en exportaciones, del cual China es ahora el principal exponente. Este sistema ha construido un equilibrio monetario internacional informal llamado Bretton Woods II, del cual se expondrán sus fragilidades. En segundo lugar, se presentará el episodio de guerra de divisas que estamos viviendo en la actualidad, resultado de la conjunción de las devaluaciones competitivas con el modelo asiático, valorándose también la capacidad del sistema internacional para responder a este reto. El artículo concluirá defendiendo un enfoque de compromiso y de largo plazo, para evitar la guerra de divisas y poder afrontar el modelo asiático de desarrollo en la economía internacional.

2. Un instrumento antiguo: devaluaciones competitivas

La manipulación del tipo de cambio ha sido considerada siempre un instrumento de política económica potente pero peligroso. Esta manipulación puede hacerse interviniendo directamente en el mercado de divisas o indirectamente en el mercado monetario. Un incremento de la oferta de dinero en circulación, por encima de la necesaria, hace que los agentes simplemente la redirijan a comprar activos financieros, lo que presiona a la baja los tipos de interés. Para evitar esta pérdida de rendimiento, los agentes prefieren comprar activos denominados en otras monedas, que ahora ofrecen un tipo de interés mayor. Este movimiento genera una depreciación nominal del tipo de cambio. De acuerdo con una visión de tipo keynesiano, ahora los productos nacionales serán más baratos, estimulando así las exportaciones y con ello, la producción, disminuyendo el desempleo.

Ahora bien, la expansión monetaria también provoca, en un momento dado, una subida de precios de nuestros productos, que cancelará el anterior efecto. Además, el aumento del precio de las importaciones puede repercutir en el de los bienes nacionales en el caso de ser importaciones esenciales e *inputs* en nuestro proceso productivo. Finalmente, podría ser que los exportadores, en vez de bajar el precio, lo mantengan y aumentan así su margen de beneficio. Por lo tanto, la depreciación del tipo de cambio sólo tendrá efectos reales mientras no aumenten los precios. Hay pues, como mucho, una ventana temporalmente limitada en la que la depreciación puede expandir la producción y reducir el desempleo.

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Sin embargo, la principal consecuencia negativa de una devaluación competitiva puede venir por el impacto en el equilibrio internacional. Las posibles ganancias de producción y empleo en el país que devalúa son simplemente traídas del país que sufre la apreciación correspondiente. Esta política proteccionista de "empobrecimiento del vecino" (*beggar-thy-neighbour*) provocará la represalia del país afectado, especialmente si también está sufriendo una situación económica recesiva, que devaluará también su moneda, desatando una guerra de devaluaciones competitivas con efectos desestabilizadores para la economía internacional, especialmente en términos de inflación. El periodo de principio de los años treinta del siglo pasado es el ejemplo más claro de guerra de devaluaciones competitivas (Einchengreen y Sachs, 1985). Este episodio se interpreta como una cadena de movimientos cortoplacistas, nacionales e insolidarios, que manifestó una incapacidad por parte de las principales economías del momento de construir una salida cooperativa y mutuamente beneficiosa a la Gran Depresión. De hecho, la creación del Fondo Monetario Internacional después de la Segunda Guerra Mundial responde a la voluntad de asumir un enfoque cooperativo en materia cambiaria y evitar guerras de devaluaciones.

En el caso de que el tipo de cambio fuera fijo y estuviera claramente desalineado, generando un creciente desequilibrio exterior, la devaluación puede considerarse como una corrección necesaria en la que la política de la autoridad económica simplemente alinea el tipo de cambio oficial con el que determinaría el mercado de divisas. En esta situación, la devaluación puede no ser vista por los otros países como una actuación depredadora sino como una acción correctora, y es menos probable que desate represalias.

En definitiva, y a diferencia del caso asiático que se tratará a continuación, una devaluación competitiva es un instrumento de estímulo de corto plazo, que se utiliza puntualmente como terapia de *shock* para intentar salir de una recesión o de unas cuentas exteriores desequilibradas. Su eficacia viene limitada en gran modo por su efecto inflacionista y por la posibilidad de desatar represalias de socios comerciales, de tal modo que puede tener efectos negativos a medio y largo plazo.

3. Un instrumento no tan antiguo: desarrollo asiático basado en las exportaciones

Varios países asiáticos emergentes han adoptado un modelo de desarrollo económico basado en el fomento a

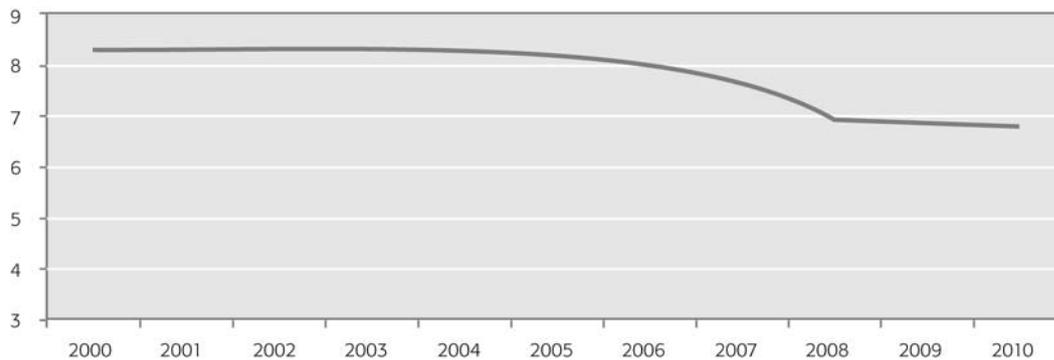
las exportaciones. El modelo llamado desarrollismo asiático, ya aplicado por Japón pero consolidado en los milagros económicos de Corea del Sur, Taiwán, Singapur y, en menor medida, Hong Kong (los Tigres Asiáticos), y aplicado ahora, con gran particularismo, por China y otros emergentes asiáticos, se caracteriza por un papel activo del sector público en el fomento del desarrollo, relaciones estrechas entre el sector estatal y el empresarial, alta inversión y ahorro, elevada apertura comercial y una política industrial que fomenta las exportaciones como vía principal de crecimiento, acompañada de una política de sustitución de importaciones muy selectiva y estratégica (Wade, 1992). Los bajos costes laborales de estos países (al menos al inicio de su proceso de desarrollo) ofrecen una ventaja en costes en el mercado internacional, y el conjunto de la política industrial está enfocada a explotar esta ventaja como medio de desarrollo económico. A juzgar por la situación de los cuatro Tigres Asiáticos y el espectacular crecimiento actual de China, el modelo ha sido muy exitoso en su objetivo estricto de fomentar el crecimiento, especialmente si se compara con la estrategia basada exclusivamente en sustitución de importaciones, aplicado con poco éxito por varios países latinoamericanos hasta los años setenta (Elson, 2006).

En el fomento de las exportaciones, el tipo de cambio infravalorado desempeña un papel crítico. Son varios los países asiáticos con moneda infravalorada, pero destaca China por su peso en la economía mundial. El gigante asiático mantenía desde 1994 un régimen de tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense, a un precio de 8,28 yuanes por dólar. Desde julio de 2005, frente a la creciente presión internacional, las autoridades permitieron una progresiva revalorización (gráfico 1). Sin embargo, cuando llegó la crisis económica se interrumpió este proceso, que no se ha reiniciado hasta mediados-finales de 2010. En el periodo 2005-2008 la apreciación fue de alrededor del 20 por 100.

Este tipo de cambio es considerado como infravalorado por muchos investigadores. Cline y Williamson (2010) ofrecen uno de los cálculos más recientes y para un número mayor de países. De acuerdo con estos autores, el yuan está infravalorado un 17,3 por 100, siendo la cifra 13 por 100 para la moneda de Malaysia y 29 por 100 para la de Singapur. El FMI (2010) también afirma que el yuan está infravalorado y ofrece como argumentos la acumulación de activos financieros, que más abajo se comentará, y que el tipo de cambio real no se ha apreciado pese a los fuertes incrementos de productividad. Sin embargo, debe admitirse que para calcular esta infravaloración, primero hay que determinar el tipo de cambio de equilibrio o de largo plazo, para lo cual hay distintas y complejas metodologías, cada una con diferentes resultados.

Gráfico 1

YUANES POR DÓLAR. MEDIAS ANUALES 2000-2010



Fuente: FMI. Elaboración propia. Datos hasta 12 de noviembre de 2010.

La diferencia con el caso de las devaluaciones competitivas es que el tipo de cambio responde a un objetivo a largo plazo. El objetivo no es corregir un déficit comercial o salir de una recesión (de hecho, China tiene un enorme superávit y un fortísimo crecimiento anual), sino continuar la industrialización y el desarrollo económico. Como después se comentará, el sistema de gobernanza internacional quizá no estaba preparado para hacer frente a esta diferencia.

Pero, considerando el instrumento en sí y no su objetivo, el régimen cambiario chino no es más que una devaluación competitiva permanente y, por lo tanto, en principio está sujeto a las mismas críticas y limitaciones comentadas anteriormente. Sin embargo, el carácter permanente precisamente le otorga unas características y unas consecuencias diferentes, amplificadas por el tamaño de la economía asiática. En principio, el superávit chino respecto a Estados Unidos debería provocar una apreciación del yuan contra el dólar (pues los americanos necesitan más yuanes que los chinos dólares). Como consecuencia de ello, las exportaciones americanas se harían más atractivas en relación a las chinas, cerrándose así el déficit estadounidense. Sin embargo, el banco central chino contrarresta esta presión comprando dólares y vendiendo yuanes, de manera continua, lo que sustenta la infravaloración y el elevado superávit chino con Estados Unidos.

4. Un equilibrio internacional frágil

El sistema configura un equilibrio monetario internacional informal llamado Bretton Woods II. Por un lado, el

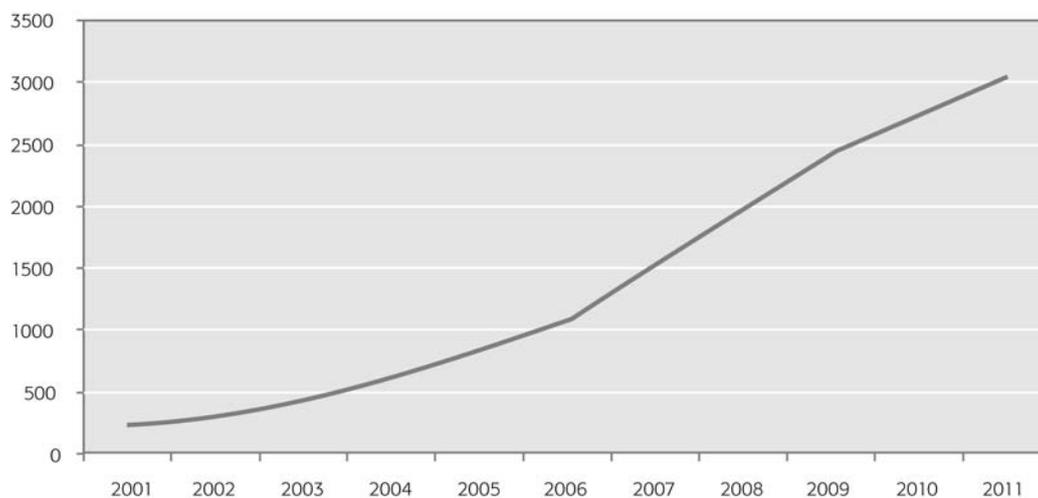
sistema permite a China fomentar sus exportaciones y proseguir así su industrialización y desarrollo. Por otro lado, Estados Unidos obtiene una financiación barata a su elevado consumo y endeudamiento, tanto privado como público, consumo que es el que compra las exportaciones asiáticas.

Ahora bien, ¿cómo aguanta el sistema internacional con una devaluación permanente de uno de sus principales participantes? Por una acumulación sin cesar de activos denominados en dólares en el banco central chino (y en el de otros países como Japón o Rusia), como muestra el gráfico 2. China parece estar dispuesta a acumular indefinidamente títulos en dólares, debido a que ésta es la moneda de reserva internacional. China también está dispuesta a acumular dólares pues son una precaución o un colchón frente a una posible crisis financiera internacional al estilo de la crisis financiera asiática de finales de los noventa. Esto demuestra que China y otros países emergentes no confían en la capacidad del FMI, órgano encargado de velar por la estabilidad monetaria mundial, de hacer frente a una repetición de la crisis asiática (huida súbita de capitales y ataques especulativos a monedas). Sin embargo, son ya muchos los autores que creen que la cantidad de reservas internacionales acumuladas por China excede de lo que se derivaría de este motivo precaución (véase por ejemplo, BCE, 2006). Otros autores destacan el coste, incluyendo el de oportunidad, que tiene para China y para el sistema de internacional tal ingente acumulación de riqueza en activos (en términos de los rendimientos conseguidos, por ejemplo, o de diversificación perdida) (Prasad y Sorkin, 2009). De hecho, parecería que la solución primera a la preocupación no es la acumulación de reservas por parte de cada país, que

Gráfico 2

RESERVAS INTERNACIONALES ACUMULADAS POR CHINA

(en miles de millones de dólares)



Fuente: FMI (los datos para 2010 y 2011 son proyecciones). Elaboración propia.

puede dar lugar a un exceso de acumulación, sino mejorar la capacidad del FMI de dar respuesta a esta inquietud, mediante líneas de crédito más flexibles y automáticas. Precisamente esto es lo que ha hecho la institución internacional en los últimos años¹.

La consecuencia de todo este sistema es el crecimiento y desarrollo chino, sí, pero un crecimiento desequilibrado internamente (la demanda interna tiene muy poco peso en China) y un equilibrio monetario y financiero internacional frágil, que ha generado los grandes desequilibrios globales y una acumulación creciente de reservas, seguramente a niveles ineficientes. El sistema, si bien ha generado beneficios para todas las partes durante un largo periodo de crecimiento económico, es frágil, pues se sustenta en una acumulación continua de reservas y un creciente endeudamiento americano, algo que, por definición, no puede ser una situación de equilibrio, máxime si la acumulación tiene unos costes asociados. La dependencia de una sola moneda (dólar) es un eslabón débil cuando no hay sincronización cíclica entre los participantes en el sistema, pues en ese caso las políticas monetarias óptimas son distintas. Si el país ancla está en recesión y expande la masa monetaria o baja los tipos de interés, puede provocar una presión inflacionista generalizada y/o una redirección de flujos de capital hacia el resto de países, con

efectos desestabilizantes. La moneda base ya no ejerce de ancla en las expectativas de inflación, todo lo contrario. Desde un punto de vista más global, no parece intuitivo un sistema financiero internacional en el que los países emergentes, con China a la cabeza, estén financiando el consumo de los países ricos (Estados Unidos). Es lo que Summers (2006) denomina la paradoja de los flujos actuales de capital. Sin embargo, y al mismo tiempo, China está atrapada en este equilibrio, pues al tener unas inmensas reservas de dólares, una apreciación del yuan contra el dólar le provocaría cuantiosas pérdidas de capital.

5. La guerra de divisas: la tormenta perfecta

Los norteamericanos utilizan la expresión "tormenta perfecta" para referirse a una conjunción excepcional de varios factores, que provoca un resultado de grandes consecuencias. El ministro brasileño de economía fue de los primeros políticos en hablar abiertamente de guerra de divisas, en septiembre de 2010. Esta potencial guerra de divisas no sería otra cosa que una tormenta perfecta causada por la combinación de las dos políticas aquí explicadas: por un lado, el modelo asiático de desarrollo, con su tipo de cambio permanentemente devaluado, y, por otro lado, una serie de depreciaciones competitivas. A estos dos factores, cabe añadir un tercero, que subyace a los otros dos,

¹ Véase la información explicativa del propio FMI: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2010/pn10124.htm>.

y es la dificultad de la cooperación económica internacional de evitar o frenar esta situación, de lo cual se hablará en la siguiente sección.

Las declaraciones del ministro brasileño se produjeron en el contexto de una cascada de políticas monetarias expansivas alrededor del globo con sus correspondientes acusaciones de provocar depreciaciones artificiales. De acuerdo con la recopilación de Cline y Williamson (2010), países como Brasil, China, India, Japón, Malaysia, Filipinas, Sudáfrica, Suiza, Estados Unidos y muchos otros, han utilizado este instrumento a lo largo de 2010.

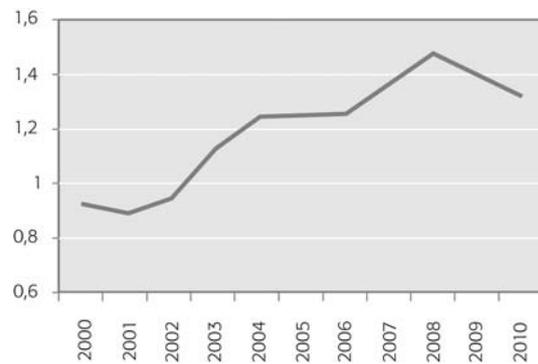
Entre otras actuaciones podemos mencionar la suiza, que inició la carrera de las devaluaciones competitivas en marzo de 2009, con la particularidad de que el objetivo de frenar la apreciación del franco suizo, una moneda refugio en épocas de crisis, contra el euro, se expuso explícitamente y públicamente². Dado el tamaño pequeño de la economía suiza y de la necesidad de hacer frente a la continua apreciación, este movimiento no generó especial reacción. Las actuaciones de Brasil³ y Japón⁴ también se interpretan como un freno a una apreciación excesiva, si bien fueron intervenciones puramente monetarias en las que no se admitió el objetivo cambiario. Como recuerdan Lee y Humpage (1990) desde un enfoque de economía política, si la devaluación cambiaria se disfraza o se justifica en términos macroeconómicos monetarios, puede conseguir generar menos represalias de otros países. A ello hay que añadir otras actuaciones igualmente no-cooperativas: ya a finales de 2009 Brasil anunció la imposición de nuevos controles de capitales (mediante un impuesto a la inversión entrante no directa), en un intento de frenar la apreciación de su moneda y evitar flujos masivos de capital, que buscan un rendimiento mayor que el ofrecido ahora por el dólar, y posibles burbujas especulativas; en octubre de este año, fue Tailandia quien impuso un impuesto con la misma finalidad. Estos movimientos también son un síntoma de que el sistema internacional está cayendo en un espiral desestabilizante y nada deseable.

La intervención que ha generado más polémica ha sido la norteamericana, por el peso de su economía y por ser el dólar la moneda ancla del sistema. Como se observa en el gráfico 3, desde el principio de la actual crisis el dólar inició una apreciación contra el euro, reflejando seguramente el papel de moneda de reserva y refugio en circunstancias de incertidumbre. El gráfico 4 amplía el año 2010, mostrando que a mediados de año el dólar empezó a depre-

ciarse otra vez, aunque esta tendencia se ha frenado en los últimos meses, momento en el que la Reserva Federal anunció un nuevo programa de inyección de liquidez, mediante compra de títulos de deuda pública americana por un valor 600.000 millones de dólares, programa a implementar hasta el segundo trimestre de 2011⁵. En el comunicado de la Reserva Federal no se menciona en ningún momento el tipo de cambio, pero las reacciones y acusaciones de depreciación competitiva no se hicieron esperar, desde Alan Greenspan⁶ (anterior gobernador de la Reserva Federal), que también criticó la poca apreciación del yuan,

Gráfico 3

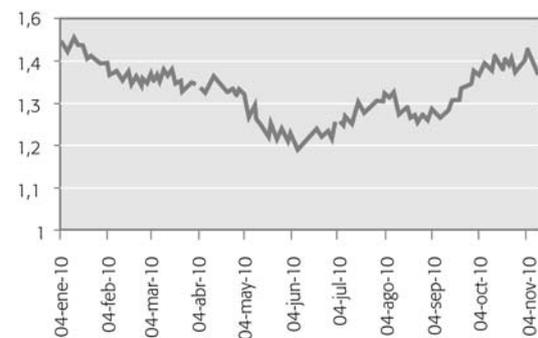
DÓLARES POR EURO. MEDIAS ANUALES 2000-2010



Fuente: FMI. Elaboración propia. Datos hasta 12 de noviembre de 2010.

Gráfico 4

DÓLARES POR EURO. COTIZACIÓN DIARIA EN 2010



Fuente: FMI. Elaboración propia. Datos hasta 12 de noviembre de 2010.

² http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20090312/source/pre_20090312.en.pdf

³ <http://www.reuters.com/article/idUSN0920390820100909>

⁴ <http://www.boj.or.jp/en/type/release/adhoc10/k101005.pdf>

⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

⁶ "Greenspan equipara EEUU con China en la estrategia de devaluar divisas", en *El País*, 12/11/2010.

hasta el ministro de economía de Alemania⁷. A China tampoco le conviene esta expansión monetaria americana, pues le produce presiones inflacionistas adicionales y le obliga a acelerar la compra de dólares.

En las últimas semanas, las declaraciones en contra de una guerra de divisas y del proteccionismo monetario se han sucedido, especialmente en el marco de la reunión de ministros de economía del G20, el 23 de octubre, y la cumbre de dicha institución el 11 y 12 de noviembre.

¿Por qué esta tormenta perfecta ocurre ahora? Durante el periodo de crecimiento económico anterior a la crisis el sistema monetario y financiero internacional no fue sometido a presión. Los exportadores americanos, pese a protestar por el tipo de cambio infravalorado de China, aumentaron sus exportaciones en un contexto de crecimiento del comercio mundial. Pero la llegada de la crisis económica y la recuperación, mucho más lenta en algunos países desarrollados que en los países emergentes, ha introducido presión al sistema y su fragilidad ha salido a la superficie. La recuperación en Estados Unidos no se consolida, con un paro obstinadamente alto, y la victoria republicana en las recientes elecciones legislativas ha cancelado cualquier margen político para un nuevo estímulo fiscal. El peso de la recuperación ha caído pues en la política monetaria (y cambiaria) que, cabe recordar, en Estados Unidos, sigue tanto el objetivo de controlar la inflación como de ayudar al crecimiento. El comercio internacional se ha resentido durante la crisis, especialmente al inicio, y la presión interna en Estados Unidos por la apreciación del yuan se ha revitalizado, especialmente debido a la paralización de la progresiva apreciación de la moneda asiática durante la crisis.

La continua expansión monetaria americana ha forzado el sistema: Estados Unidos expande inflación a países que no la necesitan; China se ve forzada a incrementar el ritmo de adquisición activos en dólares si quiere mantener el yuan fijo, pese a que cada vez rinden menos y que el *stock* de reservas ya es muy grande; otros países desarrollados y emergentes tienen tentaciones de devaluar también sus monedas para no perder cuota en los mercados internacionales; los países emergentes, que ya han recuperado el crecimiento económico, como Brasil, deben tener un tipo de interés mayor y temen una llegada masiva de capitales, que huyen del bajo rendimiento del dólar, provocando apreciación.

La zona euro no ha entrado en la guerra de divisas, pese a que tendría motivos egoístas para hacerlo: bajo cre-

cimiento económico, dependencia exportadora de su principal economía, Alemania, y agotamiento del margen fiscal debido al problema de las primas de riesgo en los países periféricos. El deseo de cooperación y la habitual ortodoxia monetaria europea se impone de momento. Además, la agenda económica europea está centrada en estos momentos en la crisis fiscal y financiera de algunos países de la zona euro. Ahora bien, como apunta Steinberg (2010a), la zona euro tampoco quiere que China cambie súbitamente su política de gestión de reservas y aumente la diversificación de su cartera, pues previsiblemente empezaría comprando deuda europea, provocando una indeseable apreciación del euro.

6. La respuesta de la cooperación monetaria y cambiaria internacional

La cooperación y los instrumentos de acción en el sistema monetario internacional, que han pivotado tradicionalmente alrededor del FMI y el G7, han estado hasta hace poco centrados en supervisar problemas puntuales en el tiempo, como crisis de balanza de pagos, para evitar, entre otros, guerras de devaluaciones competitivas. Por el contrario, han estado menos preparados para hacer frente a una situación permanente y de tal magnitud como la creada por la interacción entre China y Estados Unidos. Japón es un precedente que merece ser mencionado. Este país también utilizó las exportaciones como motor de crecimiento, pero acabó apreciando su tipo de cambio bajo la presión internacional, en el acuerdo del Hotel Plaza (1985). Esta apreciación provocó estancamiento y desempleo en Japón, que se intentó contrarrestar con una política fiscal y monetaria muy expansiva, pero esta última degeneró en una burbuja financiera (FMI, 2010). La apreciación del yen (y la correspondiente depreciación del dólar) fue tan rápida que incluso hubo que rectificar, en el acuerdo del Louvre (1987). Además, resultó que el déficit estadounidense con Japón no pudo revertirse, demostrando que los saldos comerciales no dependen solamente del tipo de cambio. En definitiva, el precedente de la coordinación internacional para hacer frente al modelo de desarrollo asiático no es muy esperanzador para China. Es posible que la expectativa de este final esté contribuyendo a la repetida negativa de China de acelerar la apreciación del yuan.

En 2007, el FMI adoptó una decisión de modificación del sistema de supervisión entre países para poder estudiar y tratar mejor, entre otros, casos como la devaluación permanente china (FMI, 2007). Esta fecha demuestra la novedad que supone para el sistema internacional el tener

⁷ "Alemania acusa a EEUU de devaluar el dólar con su política monetaria", en *El País*, 24/10/2010.

que afrontar y encajar el modelo asiático de desarrollo (con el importante precedente ya mencionado de Japón). En todo caso, el reforzamiento de la supervisión, creado con la decisión de 2007, no se ha utilizado plenamente. Baste señalar que el informe de supervisión de la economía China no se realizó hasta mediados de 2010, tres años después de la decisión.

Ello muestra las dificultades de la cooperación internacional, si bien esta aparente inactividad podría ser el mero reflejo de la situación de equilibrio en el sistema cambiario internacional, en el que, al menos mientras hubo crecimiento económico, todas las partes ganaban.

Para algunos autores, incluyendo el Presidente del Banco Mundial⁸, el problema radica en que la gobernanza mundial no está tipificando bien la actuación china, pues ésta debería tratarse como un subsidio a la exportación y, en consecuencia, debería estar regulada por la Organización Mundial del Comercio (OMC)⁹. Así, a la hora de valorar y supervisar los sistemas cambiarios, el FMI debería tener en cuenta las obligaciones derivadas de la OMC. El caso es que hay una necesidad de tipificar de manera definitiva esta actuación en la legalidad internacional y de asignar claramente la competencia al respecto. La cuestión no es banal, pues el FMI es un organismo de mera cooperación, con mucha menor fuerza legal que la OMC, que sí puede autorizar represalias en caso de uso indebido de subsidios, aranceles o cuotas. Se argumenta que, utilizando el tipo de cambio, China ha esquivado a la OMC y ha conseguido implementar una política proteccionista sin sufrir represalias.

Finalmente, debemos mencionar al renacido G20. La relevancia adquirida por esta institución en la lucha internacional contra la crisis económica demuestra sus ventajas. El G20, en comparación con otras organizaciones internacionales, goza de un funcionamiento más directo y flexible, respondiendo con agilidad a los nuevos retos e ideas. Ofrece gran visibilidad política, al implicar directamente a los gobernantes nacionales, haciéndolo al máximo nivel, que tienen un elevado margen de maniobra al no estar encorsetados por una densa estructura institucional preexistente. Y en comparación con el G7, el G20 incorpora las nuevas potencias emergentes y, por lo tanto, refleja mejor el nuevo orden

económico mundial. Sin embargo, si bien el reducido número de miembros otorga flexibilidad, también le resta legitimidad y representatividad en comparación con el FMI. Además, el G20 sigue siendo un ente de cooperación y tampoco goza de fuerza legal para regular castigos a países por intervenciones desleales en tipos de cambio o cualquier otra actuación desestabilizadora del sistema monetario internacional. Por lo tanto, queda por ver si su flexibilidad le permite construir una cooperación monetaria suficientemente fuerte.

El episodio de la guerra de divisas ha coincidido con la reunión de ministros del G20 de finales de octubre y la cumbre de principios de noviembre. En los correspondientes comunicados se han rechazado las respuestas descoordinadas, hecho un llamamiento a la cooperación y reiterado el compromiso de que los tipos de cambio se determinen cada vez más por las fuerzas de mercado. En 2011, se estudiará con más detenimiento el impacto de los grandes desequilibrios y cómo hacerles frente. Estas conclusiones han sido valoradas negativamente por parte de los medios especializados, al considerarlas insuficientes, pues no mencionan a China y no incorporan ningún compromiso cuantitativo, y retrasan hasta 2011 la adopción de recomendaciones más concretas¹⁰.

7. Conclusiones; mirando al futuro

Más allá del riesgo de una inminente guerra de devaluaciones competitivas, existe un problema de fondo, que es la fragilidad del equilibrio monetario internacional actual y la dificultad de afrontar el modelo de desarrollo asiático. Por un lado, debe construirse un nuevo equilibrio monetario y cambiario que sea más robusto, menos dependiente del dólar, en el que el ancla para las expectativas de inflación sea más consistente. Ya han empezado a surgir las primeras propuestas, como la idea de Zoellick, presidente del Banco Mundial, de volver al patrón oro, la de T. Geithner, Secretario del Tesoro de EE.UU., de imponer límites cuantitativos a los desequilibrios externos o la de utilizar los DEG, moneda cesta virtual del FMI, como nueva divisa de reserva internacional.

Por otro lado, hay que hacer frente al modelo de desarrollo asiático. En primer lugar, es necesario plantearse este modelo desde un punto de vista de largo plazo, considerando no sólo los desequilibrios que crea a corto plazo en

⁸ Robert Zoellick "The G20 must look beyond Bretton Woods II", Financial Times, 7 noviembre 2010.

⁹ Ello requeriría calcular el subsidio a la exportación equivalente a la ventaja ofrecida por el tipo de cambio infravalorado, lo cual sufre el problema de tener que determinar cuál es el tipo de cambio de equilibrio. En este análisis también debería tenerse en cuenta que el uso del tipo de cambio es un instrumento proteccionista menos distorsionador porque no altera los precios relativos (todos los productos chinos se ven afectados).

¹⁰ Véase por ejemplo el comentario crítico con las conclusiones de la cumbre "The G20: deferring currency and economic imbalance still 2011?" en Roubini Global Economics (GRE), 12 de noviembre de 2010.

la propia China y en el sistema internacional, sino también el crecimiento, desarrollo y reducción de la pobreza que está generando en el país asiático y sus beneficios para toda la economía mundial. Hay que valorar si este modelo es temporal y discutir cuál es su horizonte temporal óptimo.

Sobre la base de esta valoración, la gobernanza mundial debe adoptar una política de ofrecer y exigir a China. El sistema internacional debe reconocer que su política cambiaría no es el único causante de fragilidades en el equilibrio mundial y que otros países también tienen que aportar para mejorar este equilibrio. Tan o más importante, la gobernanza global debe ofrecer y mostrar a China una salida a largo plazo de su modelo que evite los problemas que tuvo Japón en su momento (y también que evite la repetición de la crisis financiera asiática). Esto es crítico, pues a la vista del éxito del modelo asiático basado en exportaciones, es posible que otros países, incluyendo africanos o latinoamericanos, adopten el mismo modelo y también quieran usar un tipo de cambio infravalorado. El sistema internacional debe estar preparado para dar cabida a este modelo de industrialización, y guiarlo de manera suave hacia su progresiva transformación y abandono de la infravaloración cambiaría, a medida que el país en cuestión se desarrolla. El reciente acuerdo en el seno del FMI para otorgar más peso a los países emergentes es un primer paso en la buena dirección.

Hay que exigir a China su reconocimiento de que la infravaloración de su tipo de cambio puede generar inestabilidades financieras y monetarias globales, así como dificultad exportadora en otros países, y que su utilización es sólo un instrumento de desarrollo económico con fecha de caducidad. Por lo tanto, China debe mostrar más activamente su voluntad de apreciar progresivamente el yuan, dentro de un plan a largo plazo, que debería estar especificado, de modificar su patrón de crecimiento. Si es necesario, este plan debe tener un calendario, tan concreto y público como sea posible, de apreciación de su moneda (diseñado de tal modo que evite movimientos especulativos desestabilizantes). Al entender la infravaloración como un método de desarrollo, y no como una devaluación competitiva puntual, China no puede detener la senda de apreciación temporalmente si hay una crisis económica en un momento dado, tal y como lo ha hecho entre 2008 y 2010. Las autoridades asiáticas deben construir un sistema alternativo de protección social y estímulo temporal que sea diferente del tipo de cambio, pues su utilización en tiempos de crisis generalizada es cuando más despierta las represalias de otros países. En definitiva, el compromiso con la apreciación debe ser más firme y continuo, dentro de un plan preestablecido que otorgue coherencia y certidumbre. Es por ello que el Proceso de Evaluación Mutua, la supervisión realizada en el marco del G20,

apunta en la dirección adecuada, si bien es posible que sufra de un horizonte temporal demasiado limitado.

Como defiende Steinberg (2010a, 2010b), una estrategia de cooperación, de ofrecer pero exigir a cambio, es mucho más prometedora que una estrategia de confrontación, en la que, por ejemplo, Estados Unidos presionara para que la infravaloración del tipo de cambio se definiera como un subsidio en el marco legal de la OMC o incluso, que impusiera unilateralmente aranceles a los productos fabricados en el país asiático. Esta estrategia de confrontación, además de afectar negativamente a la economía norteamericana, podría provocar una reacción en China de distanciamiento con la cooperación internacional, aferrándose a su modelo indefinidamente en vez de planificar un progresivo acercamiento a un modelo de desarrollo menos sesgado hacia el sector exterior, que asociaría entonces como su modelo enemigo.

En cuanto a aspectos institucionales, el resurgimiento del G20 debe ser bien valorado a priori, por su flexibilidad y visibilidad, en su capacidad de afrontar la cooperación monetaria. El aparente éxito de esta institución en los dos últimos años y su supuesta capacidad para absorber nuevos cometidos, deben capitalizarse y utilizarse para reforzar la cooperación monetaria internacional y evitar la guerra de divisas. Esta institución debe permanecer como un organismo de impulso político (a semejanza del Consejo Europeo en la Unión Europea), para no perder esta agilidad y relevancia. Por ello, no deben formalizarse ni institucionalizarse en exceso sus mecanismos y modos de trabajo. Es ahí donde sería complementado en su labor por el FMI, que debe realizar un trabajo más regularizado, técnico y formalizado. Las dos instituciones deben trabajar al unísono, pero sin duplicidades. Entre otras cuestiones, el FMI debe profundizar en su labor de supervisión, creando un consenso mayor en cuestiones técnicas, tales como los tipos de cambio reales de equilibrio. Adicionalmente, debe mejorar su capacidad de prevenir crisis financieras, para que los distintos países no sientan la necesidad de acumular reservas por precaución.

Cuanto antes empiece la gobernanza mundial a construir esta renovada estrategia cooperativa, antes se solventarán los problemas de corto plazo de devaluaciones competitivas. Las declaraciones no sirven si no están acompañadas de planes realistas a largo plazo y, desde luego, si sólo consiguen que a las intervenciones cambiarias se las disfraze de monetarias. Al mismo tiempo, como advierten Cline y Williamson (2010), no hay que reprobar a todos los países que están depreciando o frenando la apreciación de su moneda, pues hay algunos que están simplemente corrigiendo una sobrevaloración (estos autores citan entre otros, a Japón o Brasil).

Bibliografía

- BCE (2006), *The accumulation of foreign reserves*, Occasional Paper Series, núm. 43, febrero.
- CLINE, William R y John WILLIAMSON (2010), "Currency Wars?", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB10-26, noviembre.
- EINCHENGREEN, Barry y Jeffrey SACHS (1985), "Exchange rates and economic recovery in the 1930s", en *Journal of Economic History*, vol. 45, núm.4, diciembre, pág. 925-946.
- ELSON, Anthony (2006), "What happened? Why East Asia surged ahead of Latin America and Some Lessons for Economic Policy", en *Finance & Development*, vol. 4, núm. 2, junio.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2006), *Staff Report for the 2006 Article IV Consultation (People's Republic of China)*, IMF Country Report 06/394. IMF (Washington).
- (2007), "Decisión del Directorio Ejecutivo del FMI sobre la supervisión bilateral de las políticas de los países miembros", Public Information Notice 07/69, junio.
- (2010), *Staff Report for the 2010 Article IV Consultation (People's Republic of China)*, IMF Country Report 10/238. IMF (Washington).
- LEE HOSKINS, W., y Owen F. HUMPAGE (1990), "A critique of monetary protectionism", *Economic Commentary* del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, mayo.
- PRASAD, Eswar e Isaac SORKIN (2009), "National and Global Implications of China's reserve accumulation", Brookings, julio.
- STEINBERG, F. (2010a), "El tipo de cambio dólar-yuan: escenarios e implicaciones", Real Instituto Elcano, ARI 79/2010, octubre.
- (2010b), "Guerra de divisas: entre la política interna y la cooperación internacional", Real Instituto Elcano, ARI 154/2010, octubre.
- SUMMERS, L. H. (2006), "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation", LK Jha Memorial Lecture, Mumbai (India), marzo.
- WADE, Robert (1992), "Review: East Asia's Economic Success: Conflicting Perspectives, Partial Insights, Shaky Evidence", en *World Politics*, vol. 44, núm. 2, enero, pág. 270-320.