

La guerra de divisas como síntoma de los problemas del Sistema Monetario Internacional

Federico Steinberg*

Desde el año 2010 las tensiones cambiarias se han agudizado, dando lugar a devaluaciones competitivas o guerras de divisas. Estas guerras cambiarias, que son peligrosas en la medida en que pueden ser la antesala del proteccionismo, son un síntoma de las disfunciones de un Sistema Monetario Internacional que se encuentra en transición por el auge de las potencias emergentes y el declive relativo de Estados Unidos y Europa. Sin embargo, pese a la retórica del enfrentamiento entre grandes potencias es improbable que se produzcan situaciones desestabilizadoras porque los principales actores encuentran el *statu quo* más ventajoso de lo que muestran sus declaraciones públicas.

El Sistema Monetario Internacional (SMI), definido como el conjunto de reglas e instituciones que regulan los intercambios económicos entre países, se encuentra en transición. La creciente multipolaridad que caracteriza a la economía mundial, acelerada desde el estallido de la crisis financiera global en 2008 por el fuerte crecimiento de los países emergentes y la debilidad de las economías occidentales, hace que las reglas del juego del actual sistema y la centralidad del dólar estadounidense en el mismo estén siendo cuestionadas.

Los países emergentes son cada vez más críticos con la política monetaria estadounidense, lo que ha reavivado la retórica de confrontación monetaria que ya se produjo en 2010 y que fue bautizada como “guerra de divisas”. Desde principios de 2013, el temor a los conflictos cambiarios ha vuelto a lo más alto de la escena internacional. Los principales bancos centrales de los países

ricos han dejado claro que van a poner en práctica políticas monetarias heterodoxas ultraexpansivas: la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra para lograr que la tasa de desempleo baje, el Banco de Japón, en lo que se ha bautizado como *Abenomics* (por el nombre del primer ministro Shinzo Abe), para generar inflación y evitar una nueva caída en la deflación, que tan nociva para su economía fue durante los años noventa, y el Banco Central Europeo (BCE) para aliviar la crisis de la deuda y asegurar la irreversibilidad del euro.

Ninguno de los bancos centrales ha explicitado que el objetivo de estas medidas sea devaluar la moneda para impulsar las exportaciones (Bernanke, 2013). Todos prefieren decir que llevan a cabo estas políticas para lograr objetivos internos de política económica (crecimiento y empleo) y que, si como consecuencia de las mismas se

* Real Instituto Elcano y Universidad Autónoma de Madrid.

deprecian sus monedas, eso será un efecto colateral (una externalidad negativa, en la jerga económica). Sin embargo, teniendo en cuenta que el alto nivel de deuda acumulada en los países avanzados resta dinamismo al consumo, a nadie se le escapa que todos intentarán generar crecimiento a través de las exportaciones. Y abaratar la moneda es la forma más cómoda y rápida de mejorar la competitividad-precio de las ventas en el exterior.

Esta escalada de tensión monetaria no es nueva, y será difícil de resolver completamente si no se abordan las debilidades estructurales de un SMI demasiado centrado en el dólar, que genera externalidades negativas al resto de países cada vez que Estados Unidos adopta políticas de forma unilateral. De hecho, las guerras de divisas, lejos de ser episodios puntuales, estarán con nosotros a lo largo de la próxima década, y nada asegura que puedan ser resueltas de forma cooperativa. China lleva ya desde 2008 protestando por la irresponsable política fiscal de Estados Unidos (que pone en riesgo sus activos en dólares). Brasil, cuyo ministro de Finanzas acuñó el término “guerra de divisas” en 2010, encabeza por su parte las protestas latinoamericanas por la apreciación de sus monedas cada vez que la Reserva Federal activa una nueva ola de expansión monetaria cuantitativa (QE). Pero Estados Unidos, lejos de ejercer un liderazgo responsable en asuntos monetarios internacionales como el que tuvo tras la Segunda Guerra Mundial, ha entrado en este juego de confrontación y viene acusando desde hace años a China de “jugar sucio” y no permitir una reducción de los desequilibrios macroeconómicos globales al mantener su tipo de cambio fijo con respecto al dólar y acumular ingentes cantidades de reservas. Como respuesta, y para intentar protegerse de las “ráfagas” de liquidez que le envía Estados Unidos, China, además de mantener controles de capitales, ha iniciado lentamente la internacionalización del yuan, que por el momento se centra más en los aspectos comerciales (más fáciles de controlar) que en los financieros (que exigirían la flexibilización del tipo de cambio y la apertura del sistema financiero, algo que las autoridades chinas todavía no están dispuestas a hacer).

Lo que sí resulta más novedoso es que Japón y la zona del euro (en menor medida) hayan entrado en este juego de devaluaciones competitivas, así como que un gran número de países avanzados y emergentes estén comenzando a intervenir activamente en los mercados de divisas y, en algunos casos, hayan establecido controles de capitales para defenderse de los efectos del QE estadounidense, el *abonomics* y la nueva estrategia del BCE. Suiza es quien lo ha hecho de forma más agresiva pero otros, como Israel, Corea del Sur, Chile, México o Colombia, también compran dólares, euros y yenes y acumulan reservas. Las instituciones económicas internacionales, por su parte, lejos de suavizar estas tensiones, también se han convertido en lugar de confrontación. En el Fondo Monetario Internacional (FMI), que es uno de los polos desde los que se ejerce la gobernanza del SMI, se están agudizando las luchas de poder entre los países emergentes y los europeos por modificar las cuotas y votos dentro de la institución. Todos saben que el FMI no es una institución capaz de ejercer poder sobre los países grandes, pero, aun así, todos quieren tener una mayor representación.

En definitiva, aunque el SMI experimentará cambios a largo plazo, es difícil precisar hacia dónde se dirige, y si sus ajustes serán fruto de las negociaciones internacionales en el G-20 o de la rivalidad geopolítica y el conflicto entre grandes potencias. Tampoco es fácil aventurar si las devaluaciones competitivas terminarán en un auge del proteccionismo como sucedió tras la Gran Depresión de los años treinta o si se quedarán en una mera retórica de confrontación. En el futuro, el SMI podría evolucionar hacia un sistema multidivisa donde los Derechos Especiales de Giro —DEG— del FMI también podrían actuar como una de las monedas globales, hacia uno vinculado al oro o una cesta de *commodities* (especialmente si los altos niveles de deuda en los países desarrollados hacen que los inversores pierdan la confianza en el papel moneda), o mantenerse en la situación actual, con un patrón-dólar flexible que no contenta a nadie pero que no tiene alternativas viables.

En todo caso, lo que sí parece claro es que pasarán años hasta que se produzcan cambios sustantivos en el SMI, así como que los países seguirán intentando utilizar la política cambiaria para crecer mientras no concluya el duro y largo proceso de despalancamiento en los países avanzados, lo que obligará a hacer frente a las fricciones en los mercados cambiarios. Por lo tanto, la continuidad será la característica fundamental del SMI por varios motivos. Primero, porque los países emergentes no tienen la capacidad de proponer alternativas y además, como veremos, algunos de ellos están más cómodos de lo que parece con el actual *statu quo*. Segundo, porque Estados Unidos, aunque utilizará su poder monetario para retrasar su ajuste fiscal y obligar a otros a sufrir pérdidas (mediante la depreciación del dólar), todavía está lejos de haberse colocado en un punto de no retorno que lleve a una pérdida de confianza total en el billete verde (algo que sí podría suceder en una década si no pone en orden sus cuentas públicas). Tercero, porque la zona euro, que es el único bloque que podría oponerse a Estados Unidos en el medio plazo, está demasiado enfrascada en sus problemas internos como para poder hablar con una sola voz, por lo que su perfil en el debate de la reforma del SMI seguirá siendo bajo.

La actual configuración del SMI, aunque imperfecta, sirve bien a los intereses de los principales países, en especial los de Estados Unidos y China, por lo que, en cierta medida, la retórica del enfrentamiento puede calificarse como hipócrita.

Lo que seguramente sí irá ganando cada vez más intensidad en los próximos años será la retórica del enfrentamiento entre grandes potencias, con acusaciones mutuas que pueden llevar a picos de tensión en determinadas situaciones pero que es improbable que deriven en situaciones desestabilizadoras. De hecho, como mostraremos a lo largo de este trabajo, la actual configuración del SMI, aunque imperfecta, sirve bien a los intereses de los principales países, en especial los de Esta-

dos Unidos y China (pero también a algunos países de la zona euro, como Alemania), por lo que, en cierta medida, la retórica del enfrentamiento puede calificarse como hipócrita: responde más bien a contentar a ciertos grupos de la opinión pública dentro de los países que a un genuino interés por reformar el sistema.

¿Qué tiene que hacer el SMI?

El SMI tiene tres funciones principales: facilitar el ajuste, proveer liquidez y asegurar la confianza (Cohen, 2008). El ajuste se refiere al mecanismo por el que se resuelven los desequilibrios de balanza de pagos entre países, y depende de forma crucial del régimen de tipos de cambio. La liquidez se refiere a la gestión de la oferta de medios de pago, que son necesarios para que países, empresas y particulares lleven a cabo sus transacciones y financien sus proyectos de inversión. Por último, la confianza hace referencia a la composición de la liquidez, concretamente, al grado de credibilidad de los principales instrumentos financieros, y muy especialmente de las monedas de reserva internacional.

En su actual configuración, el SMI cumple con desigual suerte estas tres funciones. El ajuste de los desequilibrios macroeconómicos globales se ve dificultado porque no existen unas reglas de juego comúnmente aceptadas (como las que, por ejemplo, hubo durante el periodo de Bretton Woods –1944-1971– o durante el patrón oro del siglo XIX). Los países avanzados y los principales emergentes latinoamericanos tienen tipos de cambio flexibles mientras que China y los países exportadores de energía de Oriente Medio fijan sus monedas al dólar y otros países emergentes asiáticos intervienen esporádicamente en los mercados de divisas para frenar la tendencia a la apreciación de sus monedas, seguir teniendo unas exportaciones dinámicas y acumular reservas para estar protegidos contra las crisis financieras. Además, países avanzados como Suiza han intervenido en los mercados cambiarios para debilitar sus divisas mientras que Estados Unidos, Japón, el Reino Unido (y en menor medida la zona euro) han impulsado

políticas monetarias expansivas que tienen como objetivo generar crecimiento y empleo, pero que también tienden a generar la depreciación de sus monedas.

Este mosaico de intervenciones es lo que se conoce como la “guerra de divisas”. Como no existe nada parecido a un gobierno financiero mundial, el SMI no tiene ningún mecanismo ni para coordinar a los distintos países para que eviten los conflictos cambiarios ni para “obligar” al ajuste de los desequilibrios de balanza de pagos. Los ajustes, cuando se producen, llegan de forma abrupta y mediante crisis financieras; es decir, son las salidas bruscas de capital desde los países con déficit público y externo las que reducen los desequilibrios por cuenta corriente mundiales (como, por ejemplo, está sucediendo en la periferia de la zona euro). Sin embargo, el gran país deficitario (Estados Unidos) sorte el ajuste porque los inversores siguen confiando en el dólar (lo que le permite mantener sus déficits de forma indefinida; es decir, ejercer su poder monetario), mientras que los países con superávit por cuenta corriente como China o Alemania no sienten presión alguna por ajustarse. Ni el FMI ni el G-20 son capaces de imponer los ajustes puesto que en el campo financiero, al contrario de lo que sucede con el comercial, los países son muy reacios a ceder soberanía a instituciones supranacionales (de hecho, solo lo hacen cuando no les queda más remedio; es decir, cuando necesitan un rescate).

En relación a los elementos de liquidez y confianza del sistema, Estados Unidos como país y

el dólar como moneda siguen siendo los grandes protagonistas (como muestra el cuadro 1 la divisa estadounidense es la moneda dominante en las transacciones y reservas internacionales, lo que convierte a la Reserva Federal en el principal proveedor de liquidez global).

Pero el billete verde ya no está solo. El euro, pese a sus problemas, se ha consolidado como la segunda moneda de reserva internacional y otras divisas como el yen japonés, la libra británica, el franco suizo o el dólar australiano también se utilizan para la diversificación de carteras. Por su parte, el yuan chino está comenzando a emplearse para algunas transacciones comerciales pero no está claro que, por el momento, China esté interesada en promover su uso como moneda de reserva, ya que, para ello, tendría que liberalizar su sistema financiero y flexibilizar su tipo de cambio.

En definitiva, aunque Estados Unidos no es ni la sombra de la potencia que era en 1945, el dólar continúa siendo la moneda hegemónica porque los demás países no se han mostrado ni capaces ni dispuestos a promover de forma decidida el uso de sus monedas como activos de reserva del SMI. Téngase en cuenta que emitir la moneda de reserva, además de ventajas (ingresos por señoría, menor coste de financiación y poder monetario), lleva asociados costes, como una alta volatilidad del tipo de cambio (sobre todo con apreciaciones inesperadas que perjudican a las sus exportaciones) o la responsabilidad de jugar un papel estabilizador del SMI en momentos de incertidumbre mediante la provisión de liquidez.

Cuadro 1

Monedas internacionales, en porcentaje del total mundial (2011)

	Dólar	Euro	Yen	Otras
Reservas internacionales	62	27	3	8
Usos en mercados cambiarios (/200%)	85	39	19	57
Títulos de deuda emitidos	46	31	6	17
Préstamos bancarios internacionales	54	16	4	27
Facturación de flujos comerciales*	48	29	-	-

Nota: * Datos de 2007.

Fuentes: BCE y Fondo Monetario Internacional (2011).

Por ello, Japón o Alemania nunca se han mostrado interesados en internacionalizar sus monedas.

Pero que el dólar siga siendo la moneda dominante no significa que esté exenta de problemas. De hecho, tanto los altos niveles de deuda y déficit en Estados Unidos como las incertidumbres que rodean a la zona euro hacen que exista un creciente problema de confianza en las dos principales monedas de reserva del SMI: el dólar y el euro. La pérdida de la máxima calificación crediticia por parte de la mayoría de los países avanzados (incluido Estados Unidos), el elevado precio del oro y la aparición de burbujas en los mercados inmobiliarios y de activos de algunos países emergentes indican que el SMI está sometido a elevados niveles de incertidumbre y a una desconfianza en los activos refugio que no hemos visto en décadas. Esto no significa que sea inminente una súbita huida del papel moneda (que, recordemos, desde que se rompió el patrón oro-dólar en 1971, depende enteramente de la confianza), pero sí que alerta sobre una situación que, de continuar durante unos cuantos años más, podría terminar de forma abrupta con una nueva crisis financiera.

Por qué deben preocuparnos las devaluaciones competitivas

Más allá de que la problemática planteada arriba sea motivo habitual de análisis por parte de académicos y altos funcionarios económicos internacionales, el temor a la guerra de divisas ha llegado a las portadas de los medios de comunicación y ha logrado captar la atención de la ciudadanía. La forma más técnica de referirse a la guerra de divisas es hablar de devaluaciones competitivas o de políticas de empobrecer al vecino. Estas prácticas tienen como objetivo promover las exportaciones debilitando la moneda nacional mediante la intervención directa en el mercado cambiario, la relajación de la política monetaria o la adopción de controles de capitales. Ya fueron utilizadas en los años treinta –y en menor medida en los setenta, como muestra Richards (2012)– y tuvieron nefastas consecuencias colectivas porque, como el tipo de cambio es la relación entre dos monedas,

es imposible que todas se deprecien al mismo tiempo. Además, el mantenimiento de tipos de cambio artificialmente bajos suele ser la antesala del proteccionismo, que por el momento en esta crisis se ha mantenido a raya.

Durante la Gran Depresión de los años treinta, los países que más elevaron sus aranceles no fueron los que experimentaron una recesión más severa ni un mayor aumento del desempleo (Eichengreen e Irwin, 2010), sino los que a partir de 1931 se mantuvieron dentro del patrón oro (que era un sistema de tipos de cambio fijos que no les permitía devaluar). Los países que decidieron abandonar el patrón oro –es decir, romper su compromiso con esta regla que Keynes calificó de “bárbara reliquia” por su incompatibilidad con la autonomía de la política monetaria y sus efectos deflacionarios– pudieron sortear mejor la crisis y no elevaron tanto sus aranceles (Keynes, 1923).

En la actualidad no existe un sistema global de tipos de cambio fijos. Pero como China fija su tipo de cambio al dólar desde 1995, EE.UU. se encuentra en la misma situación que la de los países que no podían devaluar en los años treinta, lo que explica el aumento de las presiones proteccionistas y de la retórica anti-China en EE.UU. (dentro de la zona euro, como veremos más adelante, también se dan algunas tensiones entre Alemania y los países con déficit por cuenta corriente por la existencia de la moneda única y la imposibilidad de devaluar). Pocos discuten ya que China manipula su tipo de cambio. Sus reservas han alcanzado los 3,3 billones de dólares (aproximadamente la mitad de su PIB), una cifra demasiado elevada como para que pueda justificarse que son un colchón necesario contra posibles imprevistos. Y su resistencia a apreciar el yuan supone que China está intentando hacer con EE.UU. lo mismo que Alemania con Grecia: obligarle a recuperar su competitividad vía deflación en vez de permitir un ajuste en el tipo de cambio nominal. Pero como EE.UU. no es Grecia, tiene instrumentos para liberarse de la presión china, e incluso contraatacar imprimiendo dinero y exportando inflación a China (y, de paso, a otros países emergentes), como veremos en la siguiente sección. Por el momento,

el Congreso norteamericano, ha aprobado una ley que le permitiría establecer aranceles contra los productos chinos de forma unilateral, lo cual está prohibido por la Organización Mundial de Comercio (OMC) al tratarse de medidas discriminatorias. Pero ambos colosos saben que una guerra comercial no beneficiaría a ninguno.

La experiencia de la Gran Depresión, que tanto ha contribuido a enfrentar con políticas adecuadas la crisis actual, indica que una guerra de divisas podría ser el desencadenante del proteccionismo que se quiere evitar.

En definitiva, la experiencia de la Gran Depresión, que tanto ha contribuido a enfrentar con políticas adecuadas la crisis actual, indica que una guerra de divisas podría ser el desencadenante del proteccionismo que tanto se quiere evitar. Por lo tanto, es una prioridad buscar soluciones cooperativas al problema de las monedas (Bergsten, 2013) para que EE.UU. no eleve sus aranceles y otros países lo imiten, lo que abriría una guerra comercial que obstaculizaría la recuperación y socavaría la credibilidad y legitimidad de la OMC. Por mucho que una “autoridad” en política monetaria como Ben Bernanke (Presidente de la Reserva Federal estadounidense) sostenga que muchos países industrializados están acertando al llevar a cabo políticas monetarias expansivas para promover su crecimiento (Bernanke, 2013), a nadie escapa que si todos lo hacen al mismo tiempo y sin coordinación alguna, el resultado puede poner en riesgo al SMI.

Hipocresía en el G-20

Desde hace años, y especialmente desde el estallido de la crisis financiera global en 2008, la simbiótica relación financiera entre Estados Unidos y China está en el centro del debate sobre la reforma del SMI. China acusa a Estados Unidos de abusar del “exorbitante privilegio” del que disfruta por emitir la principal moneda global y de seguir

políticas monetarias y fiscales expansivas irresponsables para generar crecimiento exportando inflación en vez de ajustar sus precios y salarios y aumentar su tasa de ahorro para ganar competitividad y sanear sus desequilibrios macroeconómicos. Por el contrario, Estados Unidos acusa a China de manipular su tipo de cambio para obtener una ganancia artificial de competitividad, reprimir el consumo interno (a favor del ahorro y la inversión; es decir, a costa del bienestar de sus ciudadanos), “robar” empleos al resto del mundo, exportar una indeseable deflación que no facilita el proceso de despalancamiento postcrisis y, en definitiva, no asumir que su moneda debe apreciarse reflejando el enorme crecimiento de su economía (eso sería bueno para ella y también para el resto del mundo, porque generaría una necesaria nueva fuente de demanda para los productos de los demás países —Otero-Iglesias y Steinberg, 2013—).

A pesar de esta retórica del conflicto, ambos países han optado por no emprender acciones para modificar la actual situación. China no ha vendido sus títulos denominados en dólares y Estados Unidos no ha impuesto aranceles unilaterales para las importaciones chinas ni ha clasificado al país oficialmente como “manipulador de tipo de cambio”. El análisis de la economía política de esta relación de interdependencia (es decir, quién gana con el *statu quo* y quién perdería si este se modificara), ayuda a entender el comportamiento de ambas potencias y pone en evidencia que existe un elevado grado de hipocresía en sus recriminaciones mutuas. Un yuan subvaluado es más conveniente que dañino para la mayoría de ciudadanos y empresas estadounidenses y la política económica expansiva norteamericana es la que permite que China mantenga un nivel de crecimiento elevado, que es la principal fuente de legitimidad de su gobierno autoritario. Una eventual apreciación del yuan encarecería los productos chinos en Estados Unidos, lo que equivaldría a un aumento del impuesto sobre el consumo y a una importante reducción de beneficios de las empresas estadounidenses que producen en China y exportan al mercado mundial. Además, la apreciación de la moneda china probablemente no terminaría con el déficit por cuenta corriente

de Estados Unidos porque los empleos de baja cualificación en el sector exportador chino no regresarían a Norteamérica (que tiene unos costes laborales elevados), sino que se trasladarían a otros países con salarios bajos como Vietnam (de hecho, esto, en parte, ya está sucediendo porque los salarios en China están aumentando).

Desde el punto de vista chino, políticas fiscales y monetarias más restrictivas en Estados Unidos supondrían una reducción de la demanda para sus productos por parte de su principal mercado (recordemos que el consumidor estadounidense, aunque mermado en su capacidad de gasto, sigue siendo el consumidor de último recurso de la economía internacional, y muy especialmente de las manufacturas chinas). Sin la demanda externa de Estados Unidos, el crecimiento chino se reduciría, lo que podría generar inestabilidad política, que es precisamente lo que el gobierno quiere evitar.

La actual retórica de enfrentamiento debe entenderse en clave de consumo interno. Para las autoridades estadounidenses es útil culpar a los productos chinos de los problemas del desempleo en Estados Unidos y para las autoridades chinas resulta conveniente cohesionar al país ante los aparentes abusos que la vieja potencia hegemónica en declive impone sobre una China en ascenso.

En definitiva, aunque ambos países ven ciertos riesgos en el equilibrio actual (que además en el largo plazo debería ser insostenible porque los pasivos externos de Estados Unidos no pueden crecer indefinidamente), consideran que las alternativas son peores, especialmente en un entorno de incertidumbre como el actual con perspectivas de crecimiento más débiles que antes de 2007 en ambos países. Por ello, la actual retórica de enfrentamiento debe entenderse en clave de consumo interno. Para las autoridades estadounidenses es útil culpar a los productos chinos de los problemas del desempleo en Estados Unidos y para las

autoridades chinas resulta conveniente cohesionar al país ante los aparentes abusos que la vieja potencia hegemónica en declive (Estados Unidos) impone sobre una China en ascenso.

Desunión en la eurozona

La eurozona, además de atravesar una crisis interna de grandes proporciones que está poniendo en duda la propia viabilidad de la unión monetaria, no ha logrado en su primera década larga de existencia definir su posición en relación al SMI. Así, resulta llamativo que, igualando en tamaño a la economía de Estados Unidos (y superándola en cuota del comercio mundial) y triplicando a la de China, esté prácticamente ausente del debate sobre la reforma del SMI. Esto se explica porque dentro de la zona euro hay posiciones enfrentadas tanto sobre qué papel debe jugar el euro en el mundo como sobre cuál es la mejor forma de gestionar el sistema multilateral de tipos de cambio.

Además de como un impulso a la integración europea, todos los países de la zona euro concibieron la creación de la moneda única como un instrumento para ganar autonomía (y en mucha menor medida influencia) en asuntos monetarios internacionales con respecto a Estados Unidos. Dada su elevada interdependencia comercial, los países europeos siempre han preferido los tipos de cambio fijos, por lo que desde la ruptura del sistema de Bretton Woods en 1971 optaron por la coordinación de sus políticas cambiarias, que desembocó en la creación del euro casi tres décadas después. Sin embargo, nunca ha habido acuerdo sobre cuál debería ser el papel internacional del euro, por lo que no existe una posición oficial con respecto a la internacionalización de la moneda única; no ha sido posible que la eurozona tenga una voz única en el FMI (y en el G-20 solo se ha llegado a compromisos de mínimos); y ha tendido a producirse cierta cacofonía en las declaraciones sobre el tipo de cambio del euro, que hacen que desde fuera se perciba que no queda claro quién manda dentro de la zona euro.

Las mayores tensiones dentro de la unión monetaria se han producido entre Alemania y Francia (a la que, en ocasiones, se ha sumado España). Alemania siempre ha preferido un euro fuerte que ayude a controlar la inflación porque, en general, sus exportaciones no compiten por precio. Tampoco se ha mostrado demasiado entusiasmada por la idea de que el euro compita con el dólar como la moneda de reserva mundial, ya que esto incrementaría su volatilidad cambiaria, introduciría incertidumbre sobre los flujos comerciales de la zona euro y obligaría al BCE a jugar un papel de estabilizador del SMI en momentos de falta de liquidez, que podría entrar en colisión con su mandato antiinflacionista. Por su parte, Francia, que desde los años cincuenta ha intentado actuar como un contrapeso geopolítico a la hegemonía estadounidense, siempre se ha mostrado partidaria de que el euro gane peso como moneda global para poder utilizarla como arma geopolítica. Asimismo, cada vez que la moneda única se ha apreciado con fuerza, los países mediterráneos han demandado al BCE una expansión monetaria que contribuyera a la depreciación del tipo de cambio para dinamizar las exportaciones (aunque ello implicara ciertos riesgos inflacionarios), lo que ha causado la indignación de Alemania. Todo ello hace que no exista una visión clara y homogénea sobre qué tipo de reformas en el SMI interesarían más a la zona del euro. Esto ha llevado a los países del euro a sentirse cómodos alineándose con la posición estadounidense sin hacer demasiado ruido (de hecho, nunca han apoyado la propuesta china de comenzar a reducir el papel del dólar como fuente principal de liquidez mundial y sustituirla por los DEG del FMI).

Por último, los países del euro son conscientes de que están sobrerrepresentados tanto en el FMI como en el G-20, por lo que a medio y largo plazo no les quedará más remedio que ceder cuotas de poder a los países emergentes. Por ello han preferido mantener un perfil más bien bajo en ambas instituciones para que no se los acuse de intentar imponer sus posiciones por disfrutar de una "injustificada" posición de privilegio. Lo que la zona euro sí ha intentado es exportar su propio modelo de supervisión macroeconómica (que, por otra parte,

ha mostrado deficiencias en su funcionamiento dentro de la eurozona) promoviendo en el FMI y en el G-20 un mayor diálogo multilateral y el examen mutuo de las políticas macroeconómicas de los países considerados sistémicos (lo que se conoce como el *Mutual Assessment Program*, (MAP) del G-20, que pretende asegurar un crecimiento equilibrado y sostenible para la economía mundial). Sin embargo, como Estados Unidos, China, Brasil o India no se han mostrado dispuestos a ceder mayores cuotas de soberanía monetaria a las instituciones financieras internacionales, los esfuerzos de la zona euro por multilateralizar bajo un nuevo marco de reglas comunes la resolución de los desequilibrios macroeconómicos globales solo ha experimentado mínimos avances.

Si la zona euro logra resolver sus problemas internos y avanza hacia una unión bancaria, fiscal y política será más fácil que pueda adoptar una posición común en relación a la reforma del SMI. Pero mientras esto no ocurra, seguirá siendo un actor secundario en los debates clave. Esto resulta paradójico ya que, tanto por peso económico como por legitimidad, la zona euro está mucho más capacitada que China para actuar como contrapeso a Estados Unidos en la reforma del SMI. Además, la propia crisis de la deuda en Europa ha incrementado el peso del euro en las reservas internacionales porque los países de la eurozona han realizado numerosas emisiones que algunos países emergentes han aprovechado para diversificar sus activos más allá del dólar.

Víctimas inocentes: América Latina y los países emergentes asiáticos

El último grupo de países relevantes (aunque menos) en la guerra de divisas lo forman las economías emergentes que, aun siendo importantes exportadores, no intervienen tan agresivamente sobre su tipo de cambio como China y algunos países exportadores de energía. Se trata fundamentalmente de los países de América Latina, la India, Corea del Sur, Singapur, Indonesia, Malasia o Tailandia. Estos países, que en general todavía no tienen

monedas fuertes, están sufriendo las externalidades negativas de las políticas de los países avanzados.

Como la recuperación está siendo mucho más rápida en el mundo emergente que en el desarrollado, se están produciendo importantes flujos de capital hacia estos países, que ofrecen rentabilidades esperadas para la inversión muy superiores a las de los países desarrollados. Además, si los países avanzados continúan aumentando la liquidez mediante las políticas monetarias expansivas heterodoxas, dichos flujos se incrementarán todavía más, perjudicando a estos (inocentes) países al menos por dos motivos. Primero, porque ejercen una fuerte presión al alza sobre sus tipos de cambio, lo que afecta negativamente a sus exportaciones y puede llevarlos a tener déficit por cuenta corriente (o ampliarlo si ya lo tenían). Segundo, porque aceleran la inflación y pueden dar lugar a burbujas en los mercados de activos que, en caso de un cambio de expectativas y una reversión de los flujos de capital (lo que se conoce en la literatura académica como un *sudden stop*), puede dar lugar a crisis financieras como las que ya sufrieron en los años noventa.

Aunque estos países han acumulado importantes reservas como medida de autoprotección contra las crisis, están optando por intervenir directamente para depreciar sus monedas o imponer controles de capital para limitar la entrada de capital. De hecho, el propio FMI, que tan crítico fue con controles de capital en las últimas décadas, parece bendecir ahora estas prácticas como medida preventiva contra el recalentamiento de sus economías (FMI, 2012). Pero si estos controles se generalizan, se produciría un proceso de desglobalización financiera con consecuencias negativas para el mundo emergente a largo plazo.

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

Conclusión

El actual SMI se encuentra en transición porque el cambio en el equilibrio de poder que está teniendo lugar en la economía mundial a favor de las potencias emergentes también tiene su plasmación en asuntos monetarios. Asimismo, las actuales reglas de funcionamiento del SMI se han mostrado poco efectivas para resolver los desequilibrios macroeconómicos globales de forma coordinada (algunos de ellos se han reducido por el propio efecto de la crisis pero no por la cooperación entre Estados) y plantean dudas sobre los elementos de liquidez y confianza debido a que el dólar está cada vez más cuestionado como moneda de reserva global. Sin embargo, como hemos explicado, la continuidad será la tónica general del sistema, tanto porque no se vislumbran alternativas claras al actual patrón flexible basado en el dólar como porque el actual *statu quo* sirve bien a los intereses de corto plazo tanto de Estados Unidos como de China. Esto no significa que no vayan a continuar produciéndose tensiones en los mercados cambiarios (guerras de divisas), pero la probabilidad de que deriven en proteccionismo y enfrentamientos geopolíticos es todavía reducida.

En la zona euro, mientras no se resuelvan los problemas de la crisis de la deuda soberana, será difícil que pueda adoptarse una posición común y firme en asuntos monetarios internacionales que le permita ganar poder e influencia. Sin embargo, si la crisis del euro sirve para fortalecer los mecanismos de gobernanza internos de la moneda única y avanzar en reformas que permitan a las economías europeas aumentar su potencial de crecimiento, se allanaría el camino tanto para que el euro tenga un mayor peso internacional como para que la zona euro pueda moldear los cambios que en el futuro se habrán de producir en el SMI.

Referencias

BERGSTEN, F. (2013), *Currency Wars: The Economy of the United States and the Reform of the International*

Monetary System, Stavros Niarchos Foundation Lecture.

BERNANKE, B. (2013), *Monetary Policy and the Global Economy*, Conferencia en la London School of Economics, 25 de marzo.

COHEN, B. (2008), *Global Monetary Governance*, London, Routledge.

EICHENGREEN, B., e IRWIN, D. (2010), *How to Prevent a Currency War*, Project Syndicate.

FMI (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, Washington, FMI.

KEYNES, J.M. (1923), "Alternative Aims in Monetary Policy", en: *Essays in Persuasion*, pp 186-212.

OTERO-IGLESIAS, M., y STEINBERG, F. (2013), "Is the Dollar Becoming a Negotiated Currency? Evidence from the Emerging Markets", *New Political Economy*, (en prensa).

RICHARDS, J. (2012), *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, Penguin.