

---

## *La guerra de las divisas*

*Gumersindo Ruiz Bravo de Mansilla*

**Resumen:** El propósito de este artículo es llamar la atención sobre las estrategias de intervención sobre el tipo de cambio adoptadas por determinados países a efectos de obtener ventajas competitivas, así como de los desequilibrios comerciales y de flujos de capital generados a escala mundial.

**Palabras clave:** divisas, estrategias de devaluación, Brasil, Chile, China, Unión Europea.

**Códigos JEL:** F31, F55, F10.

Para ilustrar la importancia del tipo de cambio recordemos qué ocurría en España hace unas décadas con la peseta. Cuando se devaluaba, algo frecuente, cobraban más valor las remesas de emigrantes, se recuperaba el turismo europeo, así como el alquiler y venta de terrenos y viviendas a extranjeros, y había un impulso para nuestras modestas exportaciones, agrarias e industriales. Pero, por otra parte, la divisa depreciada dificultaba los viajes al extranjero y la compra de productos.

En los últimos tiempos, con el euro, tenemos la ventaja de poder compensar algo el encarecimiento del precio del petróleo, que se paga en dólares con un euro fuerte, pero las empresas exportadoras y el turismo, que dependen de países de fuera del área del euro, echan en falta una moneda algo más débil que permita alguna ventaja frente a otros competidores.

La crisis pone de relieve que, aun con crecimiento económico, no se genera empleo suficiente; los países tratan de vender lo más posible en los mercados internacionales, y una moneda depreciada (o, por lo menos, que no se aprecie demasiado frente al dólar y a las demás) hace que los productos y servicios sean más baratos. China sigue manteniendo un control directo, fijando el tipo de cambio respecto al dólar para evitar que su divisa se aprecie, Japón ha devaluado, Brasil no está conforme con que su divisa se aprecie frente al dólar e interviene controlando los flujos de capital, y algunos países de Europa sienten que la fortaleza del euro no les ayuda a vender más y generar empleo. Alemania es una excepción, pues tanto con el euro caro o barato sus exportaciones de elevado contenido tecnológico encuentran siempre mercados.

Otros países (Chile, Indonesia, Corea del Sur, Tailandia), se han unido a esta guerra. Por poner sólo algunos datos como referencia, en 2010 el yen japonés se ha apreciado un 13 por ciento, el bath de Tailandia un 10 por ciento, el real brasileño un 5 por ciento, y el peso mejicano un 6 por ciento; todos ellos respecto al dólar. La generalización del fenómeno, y tratarse de una tendencia y no una subida coyuntural, hace que haya tenido una amplia repercusión en los medios de comunicación.

Chile ha anunciado recientemente que emplearía 12.000 millones de dólares este año comprando dólares y vendiendo pesos para evitar que éste se aprecie: «Apoyamos —dijo el ministro de Hacienda— a los productores nacionales, nuestros exportadores agrarios e industriales, que dependen del tipo de cambio». Y eso que Chile es un país de los más abiertos al libre mercado y la competencia.

Las preocupaciones por las entradas de capital, que aprecian los tipos de cambio, no afectan a los países emergentes de Europa, porque estos flujos de capital no tienen en ellos la intensidad de Asia y Latinoamérica. Su crecimiento económico tampoco es tan fuerte, y los Bancos pueden sufrir el impacto de la crisis financiera. De todas formas, las circunstancias son muy diferentes, pues algunos se mueven en el área del euro en cuanto a exportaciones e importaciones (Polonia, República Checa), otros son exportadores de gas y petróleo como Rusia. Turquía, como caso más representativo, tiene un fuerte déficit comercial, por lo que sería el más interesado en que no se le apreciara la divisa.

Una guerra de devaluaciones unilaterales, esto es, un país fijando su tipo de cambio, vinculándolo a una moneda fuerte (generalmente el dólar), no es

---

el escenario más probable, ya que va en contra de la corriente internacional hacia mercados de libre competencia. Pero sí hay formas indirectas de intervenir en el tipo de cambio; por eso hemos llamado a la situación actual «guerra fría de las divisas».

Una forma que utilizan los países exportadores para evitar que su moneda se aprecie son los controles de capital, evitando que entren flujos de dinero en el país que contribuirían a apreciar la divisa local. Hay que tener en cuenta que todo lo que contribuye a que se demande una divisa, una entrada de capital foráneo, por ejemplo en dólares, supone una demanda de la divisa local, el real brasileño, por ejemplo, al convertir los dólares en reales para la inversión interna.

Brasil toma medidas de control de capital desde 2010, en la misma línea que recientemente lo han hecho Chile y otros países. La alarma se produjo debido a la importancia mundial de la economía brasileña y al efecto que esto tiene —como así ha sido— sobre otros países.

El Fondo Monetario Internacional ha ofrecido recientemente encargarse del seguimiento de los flujos de capital desde una perspectiva global, con la idea de señalar formalmente qué flujos tienen un fundamento comercial y cuáles son especulativos. Se recomienda que las medidas de control de capitales, que pueden ser en ocasiones necesarias, se complementen con reducción del gasto público y medidas para contener la inflación, mejorando así las expectativas de que los tipos de interés puedan mantenerse relativamente bajos, y con ello la estabilidad de los tipos de cambio. Lo que busca es que no haya variables económicas que con su inestabilidad pudieran justificar apreciaciones y depreciaciones. Por eso se insiste también en la importancia de comunicar claramente a los mercados qué se pretende hacer con los controles de capital y cuánto tiempo se van a mantener.

Hay que aceptar que el proteccionismo ha sido siempre, de una forma u otra, una constante en las relaciones entre países. De manera directa se manifiesta en controles comerciales y fijando el tipo de cambio; indirectamente, por los medios a los que nos hemos referido del control de capitales, a los que habría que añadir el tipo de interés y la cantidad de dinero en circulación. Tipos bajos y dólares abundantes es la fórmula con que Estados Unidos intenta mantener el dólar a la baja.

La guerra de divisas tiene, como casi todo conflicto, una justificación o explicación en un

desequilibrio grave. En este caso es la fortísima concentración de las exportaciones, de manera que un tercio de los países del mundo tiene superávit en su balanza comercial, otro tercio tiene déficit, y sólo un tercio guarda un equilibrio entre lo que compra y lo que vende. Esto se refleja en el aumento de las reservas de divisas (como contrapartida de los excedentes comerciales y de entradas de capital). Entre principios de 2009 y finales de 2010, el periodo más álgido de la crisis, cuando repercutió en la producción la crisis financiera de septiembre de 2008, las reservas mundiales se incrementaron en más de 2.000 millones de millones de dólares, lo que indica que los desequilibrios exportadores aumentaron con la crisis.

El mayor exponente de este conflicto es el enorme volumen de las reservas de divisas en China, como contrapartida de sus exportaciones y atracción de inversiones, que se eleva a 2.850 miles de millones de dólares, después de que en el último cuatrimestre de 2010 subieran 200 mil millones. El tipo de cambio del yuan debería haberse apreciado, pero China lo mantiene intervenido sin permitir que se aprecie más que ligeramente con respecto al dólar. Por eso a China se le acusa de mantener artificialmente baja su divisa como forma de subvencionar las exportaciones. En cualquier caso, esta enorme masa de reservas, más que un botín de una peculiar guerra de divisas, es un problema, pues el estado, para retirar la divisa de su economía, emite deuda por la que paga un interés; ese interés es inferior al que percibe de la colocación de esa divisa en deuda norteamericana, y puede encontrarse sin una rentabilidad neta. Mantiene, pues, esta situación como una forma de subvención a la exportación.

La guerra de las divisas, con sus estrategias directas e indirectas de control del tipo de cambio, controles de capitales, tipos de interés y expansión monetaria, puede añadir más incertidumbre al panorama actual, dificultando la salida de la crisis en algunos países y agravando el desequilibrio exportador. Este es un tema que, como ha dicho Sir Howard Davies, está polarizado entre análisis muy técnicos de los expertos y declaraciones emocionales por parte de los políticos y del público. Se trataría de tender un puente entre las exigencias técnicas y las preocupaciones políticas por la exportación y el empleo.

En el gráfico 1 se recoge la evolución del dólar respecto al euro a lo largo de una década. Salvo un periodo inicial, entre 2001 y 2002 en que se deprecia el euro, hay una clara tendencia a que el valor de éste vaya al alza. Aún hoy, con los vaivenes del tipo durante la crisis, el cambio se sitúa alrededor de 1,30

dólares por euro, un 30 por ciento más que la paridad a la que se aspiraba cuando nació el euro.

En el gráfico 2 se ve la relación del real brasileño respecto al dólar. La relación se hace al contrario (reales por dólares), pero la evolución sigue un mismo camino: el dólar se deprecia después de una fuerte subida entre 2001 y 2003, y, salvo episodios concretos, baja a niveles inferiores a los que siempre ha estado respecto al real.

En el caso de la Unión Europea, la corriente económica dominante no ha visto mal la apreciación del euro ya que ha permitido comprar más barato (sobre todo gas y petróleo), y aunque se hayan podido resentir algo las exportaciones, ha prevalecido la ayuda que el euro fuerte supone contra la inflación. En el caso de Brasil, la opinión es claramente contra la apreciación del real y las dificultades que ello le ocasiona para exportar y generar empleo.

Gráfico 1: Tipo de cambio dólar / euro

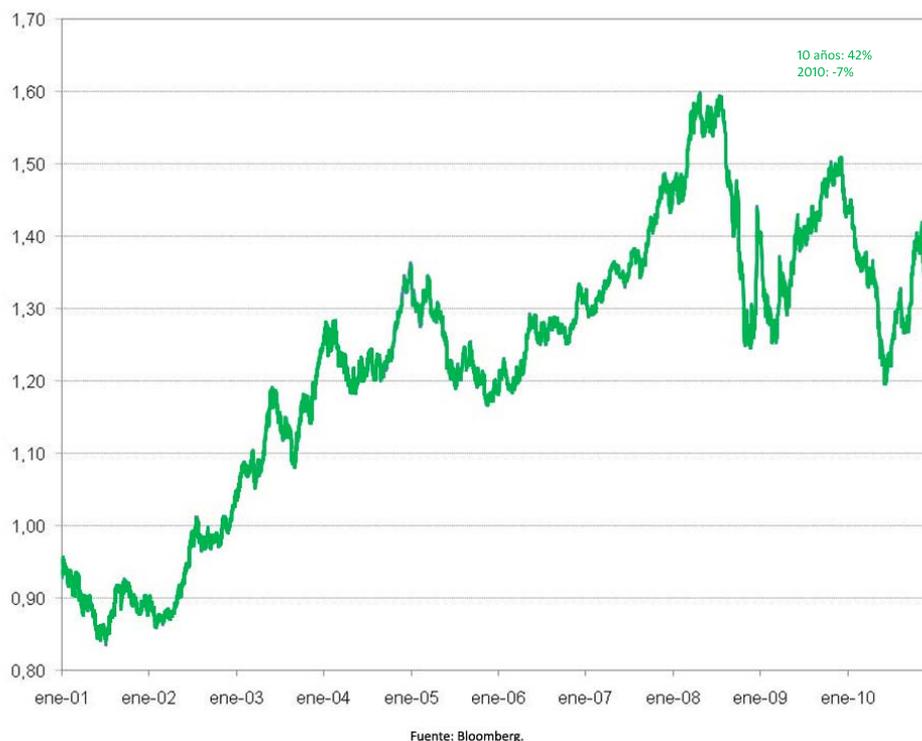


Gráfico 2: Tipo de cambio real brasileño / dólar

