

# Artículos de Prensa

Madrid, 24 de marzo de 2013  
Análisis Económico

El País

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca  
Economista Jefe de Análisis  
Transversal de Economías  
Emergentes de BBVA Research

## La guerra de divisas: burbujeando al vecino

Casi dos años y medio han pasado desde que en septiembre de 2010 el ministro de finanzas de Brasil, Guido Mantegna, se refiriese a la “guerra de divisas”. Fue la respuesta a la aprobación, por parte la Reserva Federal, de su segunda expansión cuantitativa, que Bernanke había anunciado previamente en Jackson Hole. Lo cierto es que, tras este largo periodo de tiempo, varias inyecciones de liquidez adicionales por parte de la FED y el famoso “lo que haga falta...” de Mario Dragui, el mensaje no ha hecho más que extenderse.

Si la intención del ministro era la de alertar sobre la utilización por las potencias occidentales de los tipos de cambio como instrumentos de “políticas de empobrecimiento del vecino” (*beggar thy neighbour policies*) para salir de la crisis, el problema es bien diferente. Lejos de estar siendo “empobrecidos”, los mercados emergentes se enfrentan al problema de controlar los excesos de crédito y precios de los activos reales que puedan derivarse de las fuertes entradas de capital (*bubbling thy neighbour*). En este sentido, los tipos de cambio no han hecho más que reaccionar a políticas monetarias ultraexpansivas y a movimientos extremos en las primas de riesgo occidentales.

Además de los efectos negativos que la excesiva apreciación del tipo de cambio pueda tener sobre la demanda externa de los emergentes, existe un descenso de las primas de riesgo que contribuye a estimular la inversión y el consumo a través de una significativa reducción de los costes de financiación. En segundo lugar, los países emergentes no están permitiendo una excesiva apreciación de sus monedas por lo que el tradicional “miedo a flotar” se mantiene. En tercer lugar, el escenario *contrafactual* hubiera sido mucho más perverso. Sospecho que la mayoría de los banqueros centrales de los países emergentes prefieren gestionar los inconvenientes de las fuertes entradas de capital antes que los problemas resultante del aumento de la aversión global al riesgo que se habría generado en un escenario en el que los bancos centrales occidentales no hubieran actuado durante el pasado verano (el *contrafactual*). Por último, y no menos importante, el efecto de la mayor expansión de la liquidez mundial está siendo reforzado por importantes elementos de atracción, como el mayor crecimiento y la menor vulnerabilidad en muchos de los casos.

Los bancos centrales emergentes tendrán que vivir con ello, manteniéndose muy alerta a los cambios en las condiciones de mercado y las políticas monetarias occidentales, y haciendo un uso eficiente de todas las “herramientas” disponibles en la caja de política económica. Ni más ni menos que lo que ya están haciendo: aprender a bailar al son de las entradas y salidas de capital.