

# Guerra de monedas entre las economías globales: ¿realidad o ficción?

Alicia García-Herrero, Economista jefe de mercados emergentes, y Mario Nigrinis, Economista principal en la Unidad de Asuntos Transversales para Economías Emergentes, BBVA

## Síntesis

El propósito de este artículo es, en primer lugar, evaluar los acontecimientos clave sobre la evolución de las principales monedas en los últimos años así como las medidas tomadas por las autoridades económicas de algunos países seleccionados para encauzar su fluctuación. En un segundo apartado se presentan las circunstancias en las que ha tenido lugar el debate global en torno a dichas medidas y sus efectos sobre los tipos de cambio en los años recientes. La tercera parte se concentra en un análisis particular de los regímenes cambiarios y la evolución de los tipos de cambio nominales desde mediados de 2007, período anterior al estallido de la crisis financiera global. Posteriormente se analizan algunos de los determinantes del tipo de cambio, un análisis al que sigue el repaso del desempeño de la inflación y el tipo de cambio real en los últimos años, ambos reflejos de los efectos en la economía cuando no se permite un ajuste del tipo de cambio nominal. Finalmente, el texto se cierra con la presentación de conclusiones.

## Introducción

Uno de los temas económicos de mayor discusión a lo largo de 2010 fue lo que se denominó como la "guerra de monedas". El debate se desarrolló a lo largo del año en varios foros mundiales, entre otros la reunión del G-20 en Seúl, en un entorno caracterizado por los "grandes desequilibrios macroeconómicos", donde algunas economías como Estados Unidos acumulaban un saldo negativo en cuenta corriente cercano a los 500.000 millones de dólares, el equivalente al 3,3% de su PIB, en tanto que otras economías como la china o la alemana presentaban saldos positivos (del orden de 306.000 y 170.000 millones respectivamente) equivalentes al 5,2% y 5,1% de su PIB. Organismos económicos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) han señalado que la corrección de estos

desbalances es un paso esencial para acelerar y sostener el proceso de recuperación económica mundial<sup>1</sup>. Una de las contribuciones para alcanzar ese objetivo es un proceso de depreciación del dólar como el que se ha venido presentando a nivel mundial, tal como lo refleja la cotización del euro a lo largo del presente siglo.

No obstante a lo largo del año anterior diversos gobiernos empezaron a expresar sus reticencias a dicho proceso, al observar que, a su juicio, no todas las economías estaban permitiendo que sus monedas se ajustaran. Señalaron que en algunos casos las autoridades económicas estaban em-

"Diversos gobiernos (...) señalaron que las autoridades económicas [de algunos países] estaban empleando mecanismos para impedir una apreciación mayor de sus monedas haciendo mención específica a la estrategia china de acumulación de reservas internacionales"

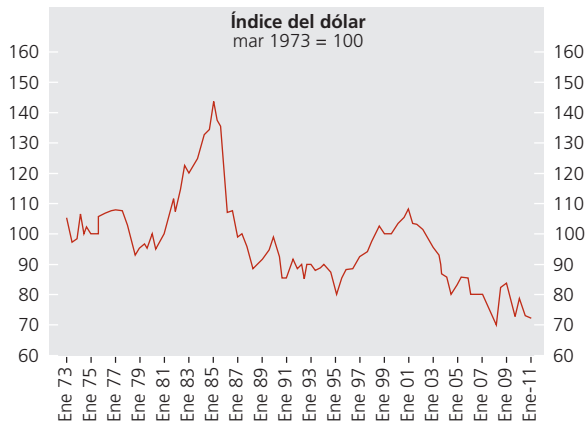
pleando diferentes mecanismos para impedir una apreciación mayor de sus monedas haciendo mención específica a la estrategia china de acumulación de reservas internacionales como uno de los mecanismos utilizados<sup>2</sup>. Al mismo tiempo otros países empezaron a manifestar

su preocupación por la prolongada y fuerte apreciación de sus monedas y el impacto que esto podría tener sobre el crecimiento de sus economías. En medio de este debate, algunas economías emergentes empezaron a utilizar alternativas diferentes a la compra de activos externos por parte de sus bancos centrales como medida paliativa a la apreciación de sus tipos de cambio resultante de las fuertes entradas de flujos de capitales. Lo que en otros contextos se habría calificado de controles de capital encubiertos ahora recibió el eufemístico nombre de medidas *macroprudenciales*. Brasil, uno de los primeros países en adoptar este tipo de medidas, fue también el primero en justificarlas aludiendo a una *guerra de monedas*, expresión acuñada por su ministro de Finanzas, Guido Mantega<sup>3</sup>.

## El debate global por los tipos de cambio

La discusión sobre una *guerra de monedas* a nivel global se ha dado en un contexto en el cual el dólar se encuentra en uno de los puntos más débiles desde 1973, lo que ha per-

**GRÁFICO 1. Evolución del dólar**



Fuente: Haver

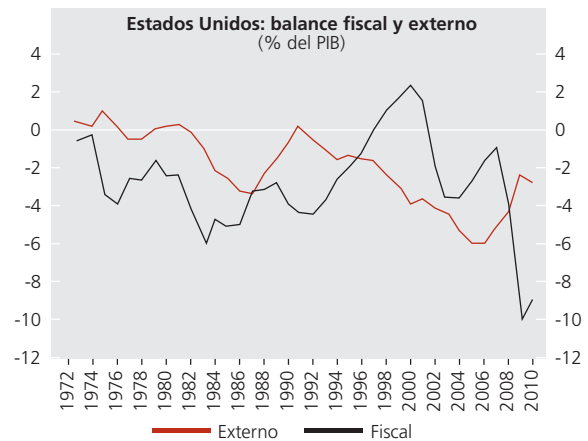
mitido a la economía americana iniciar un proceso de corrección importante de su déficit externo, el cual se aceleró con la recesión mundial de 2009. Por su parte las finanzas públicas presentan el mayor déficit fiscal en los últimos 40 años, luego de haber implementado una política fiscal expansiva en respuesta a la crisis mundial. Es interesante hacer notar que el episodio más reciente de cooperación internacional sobre tipos de cambio, el acuerdo del Hotel Plaza de Nueva York en septiembre de 1985, se produjo en circunstancias opuestas; es decir cuando el dólar estaba en máximos históricos, como muestra el Gráfico 1. En esa ocasión Japón y Alemania aceptaron apreciar sus monedas respecto al dólar como contribución al proceso de ajuste de la economía de EEUU que acumulaba uno de los mayores déficits externos en su historia reciente, el cual venía agravado por un importante déficit fiscal, como se observa en el gráfico 2.

Así, el proceso de depreciación del dólar se explica principalmente por los efectos que ha tenido la implementación de una política monetaria expansiva sin precedentes por parte del FED, que ha llevado a mantener el tipo de interés de intervención casi cercano a cero en los últimos dos años y medio, y a prácticamente triplicar el tamaño de su balance en los últimos tres años. Llegados a este punto es de prever que la estrategia de EEUU consistirá en mantener débil el valor del dólar en los próximos años, con vistas a incentivar las exportaciones y de esta manera mitigar el efecto que tendrá sobre la economía la corrección del abultado déficit fiscal.

### La evolución heterogénea del tipo de cambio nominal

Antes de revisar la evolución reciente del tipo de cambio nominal de algunas de las economías involucradas en la citada "guerra de monedas", es importante recordar que

**GRÁFICO 2. Los déficits gemelos**



Fuente: Haver

los regímenes cambiarios varían bastante entre países. La Tabla 1 presenta la clasificación de facto que realizó el FMI en junio de 2004. Tras el análisis de la tabla, se observa que existen grandes disparidades en cuanto al grado de flexibilidad del régimen cambiario entre las diversas economías, como ilustran los ejemplos de Hong Kong, donde el tipo de cambio es completamente fijo bajo una *caja de conversión* o el caso de Corea del Sur, donde el sistema es de *libre flotación*. Estas diferencias de régimen cambiario hacen que los movimientos del tipo de cambio nominal sean también muy diferentes entre monedas y no se expliquen exclusivamente por la lógica del mercado.

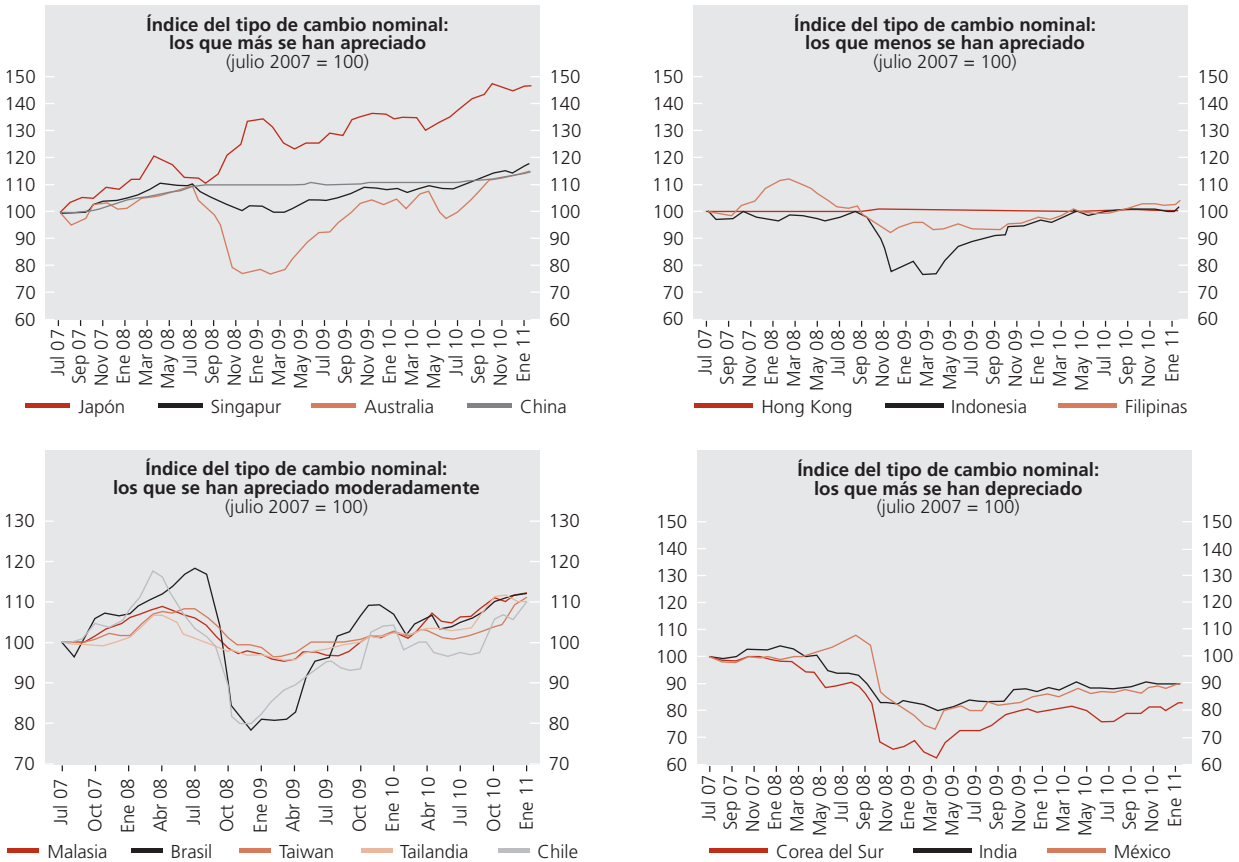
El Gráfico 3 muestra la evolución de los índices del tipo de cambio nominal tomando como referencia julio de 2007, período anterior a la crisis financiera. Las economías se han clasificado en cuatro categorías: las que más se han depreciado, las que menos se han apreciado, las que se han apreciado moderadamente, y las que más se han apreciado.

En primer lugar es importante señalar que en el periodo seleccionado el yen es la moneda que más se ha apreciado dentro de esta muestra de países, con un aumento de casi el 50%. En particular los períodos más agudos de apreciación del tipo de cambio coinciden con los mayores incrementos en la percepción de riesgo global, posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2009, y durante la crisis de deuda europea en abril de 2010, algo que queda reflejado en la evolución del índice VIX en el Gráfico 4. De esta manera, queda claro que el yen ha desempeñado el papel de "activo seguro o de refugio". Por su parte, el dólar americano también ha actuado como "activo refugio" durante los períodos de aumento en la percepción de riesgo a nivel global, aunque a lo largo del período de referencia ha tenido una depreciación cercana al 5% (como muestra el Gráfico 5).

**TABLA 1. Régimen cambiario y política monetaria a partir del 30 de junio de 2004**

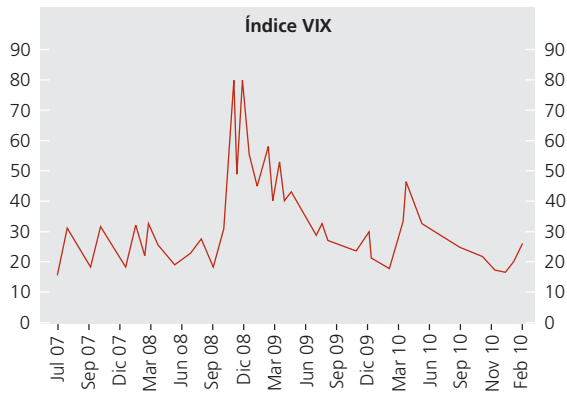
Régimen cambiario	Estrategia de la política monetaria					
	Tipo de cambio como ancla nominal		Agregado monetario	Inflación objetivo	Apoyo del FMI o programas monetarios	Otros
Unión monetaria o dolarización	Otra moneda legal	ECCU	CFA Zona franca			Eurozona
			WAEMU	CAEMC		
Caja de convertibilidad	Hong Kong					
Otros tipos de cambio fijos	Contra moneda única					
	China, Malasia					
Flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada de tipo de cambio			Indonesia	Tailandia		India Singapur
Flotación pura				Australia Corea del Sur Filipinas Brasil Chile Reino Unido México		Japón Estados Unidos

**GRÁFICO 3. Evolución del tipo de cambio nominal**



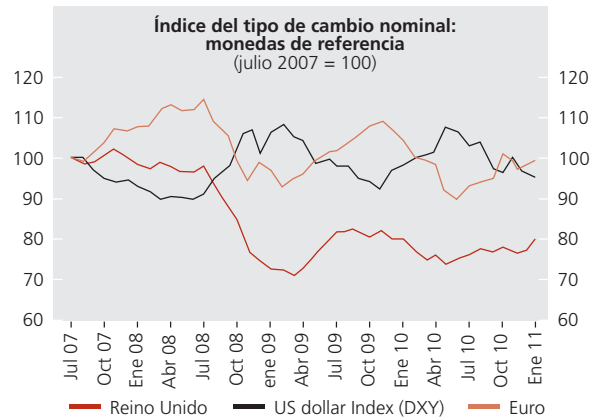
Fuente: Haver

**GRÁFICO 4. Índice VIX**



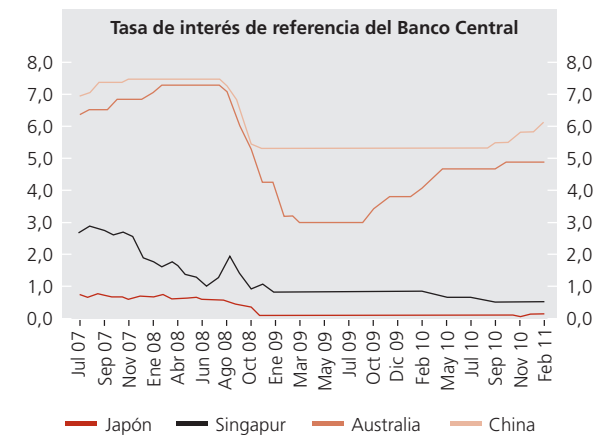
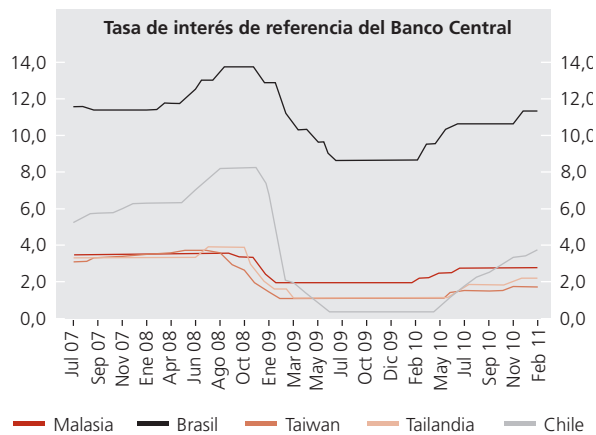
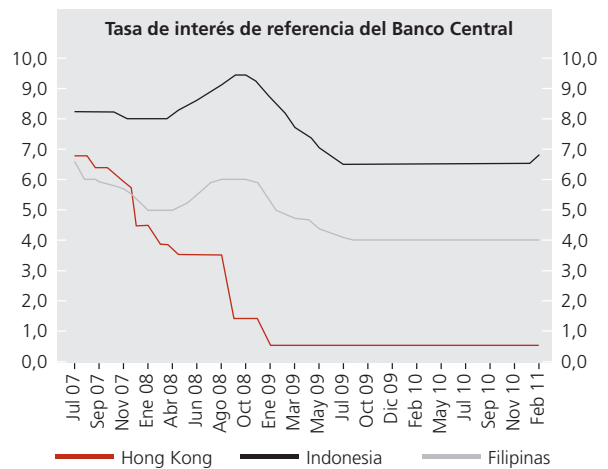
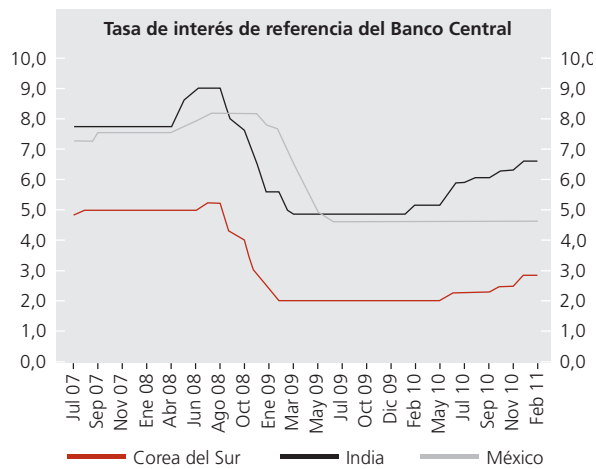
Fuente: Bloomberg

**GRÁFICO 5. Evolución del tipo de cambio nominal**



Fuente: Haver y Bloomberg

**GRÁFICO 6. Tipo de interés de referencia del Banco Central**



Fuente: Haver

En segundo lugar, a pesar de la rigidez del arreglo cambiario en China, el yuan/renminbi ha presentado una de las mayores apreciaciones dentro de la muestra de países, superior al 15%. Este comportamiento entra en contradicción con las exigencias por parte de algunas de las autoridades económicas globales para que China acelere el proceso de apreciación de su moneda<sup>4</sup>, más aún si se tiene en cuenta que esta no llegó a depreciarse en el momento más crítico de la crisis, justo cuando se disparó la aversión al riesgo financiero en todo el mundo a causa de la quiebra de Lehman Brothers, a diferencia de lo que hicieron el resto de monedas (a excepción de las consideradas “activo refugio”). En el extremo contrario se encuentra Corea del Sur, cuya moneda es la que más se ha depreciado, perdiendo casi un 18% de su valor durante el período analizado.

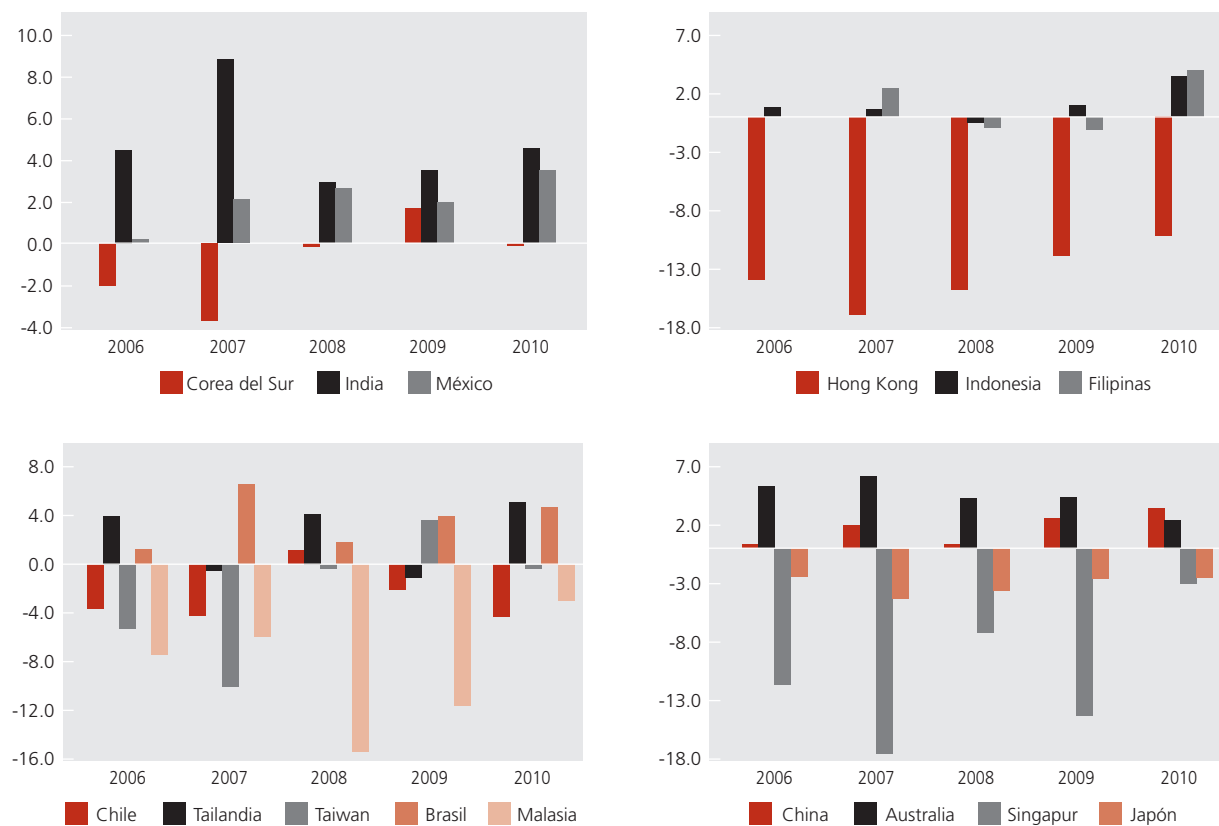
### Tipos de interés de referencia del Banco Central

Típicamente, los tipos de interés reflejan la *postura* de la política monetaria del Banco Central. No obstante, es conve-

niente anotar que dependiendo de la estrategia de política monetaria implementada, el tipo de interés puede ser: un instrumento de política en manos del Banco Central –como es el caso de la Reserva Federal o del Banco Central Europeo–; el reflejo de la interacción entre la demanda y oferta de dinero (con el Banco Central controlando la oferta); o puede ser el resultado de los flujos de entrada y salida de capitales cuando se ha escogido el tipo de cambio como ancla nominal.

Todos los países analizados enfrentaron la crisis mundial de 2009 reduciendo su tasa de interés de referencia, en algunos casos de manera drástica. Sin embargo, las diferencias surgen con su comportamiento durante el posterior proceso de recuperación económica. Por ejemplo, algunos bancos centrales han incrementado sus tipos de referencia como contramedida a las expectativas aumento de inflación (y para combatir sus causas), mientras que otros los han mantenido invariables. Por otra parte, la diferencia más evidente apareció entre aquellos países en los que los niveles de los tipos de interés rondaban el cero, como Japón, Singapur y Chile, y por otro lado, los que mantuvieron niveles elevados, como es el caso de Brasil.

GRÁFICO 7. Balance en cuenta de capitales y financiera (% PIB)



Fuente: Haver

No obstante, si hacemos el mismo análisis, pero recuperando las agrupaciones utilizadas para el Gráfico 3 (de menor a mayor apreciación), no surgen elementos que expliquen la dinámica de los tipos de cambio. En particular llama la atención que Corea del Sur e India, que mantuvieron unos tipos de interés cercanos al 3 y 6,5% respectivamente, tuvieran las monedas más depreciadas dentro de la muestra, cuando, al mismo tiempo las monedas de países como Singapur o Malasia, con tipos de referencia cercanos al 0,5% y 3% sean de las más apreciadas. De la anterior observación podría desprenderse que otras políticas implementadas (distintas de la monetaria) pueden haber tenido una mayor incidencia sobre el desempeño reciente de los tipos de cambio.

### Los resultados de la balanza de pagos

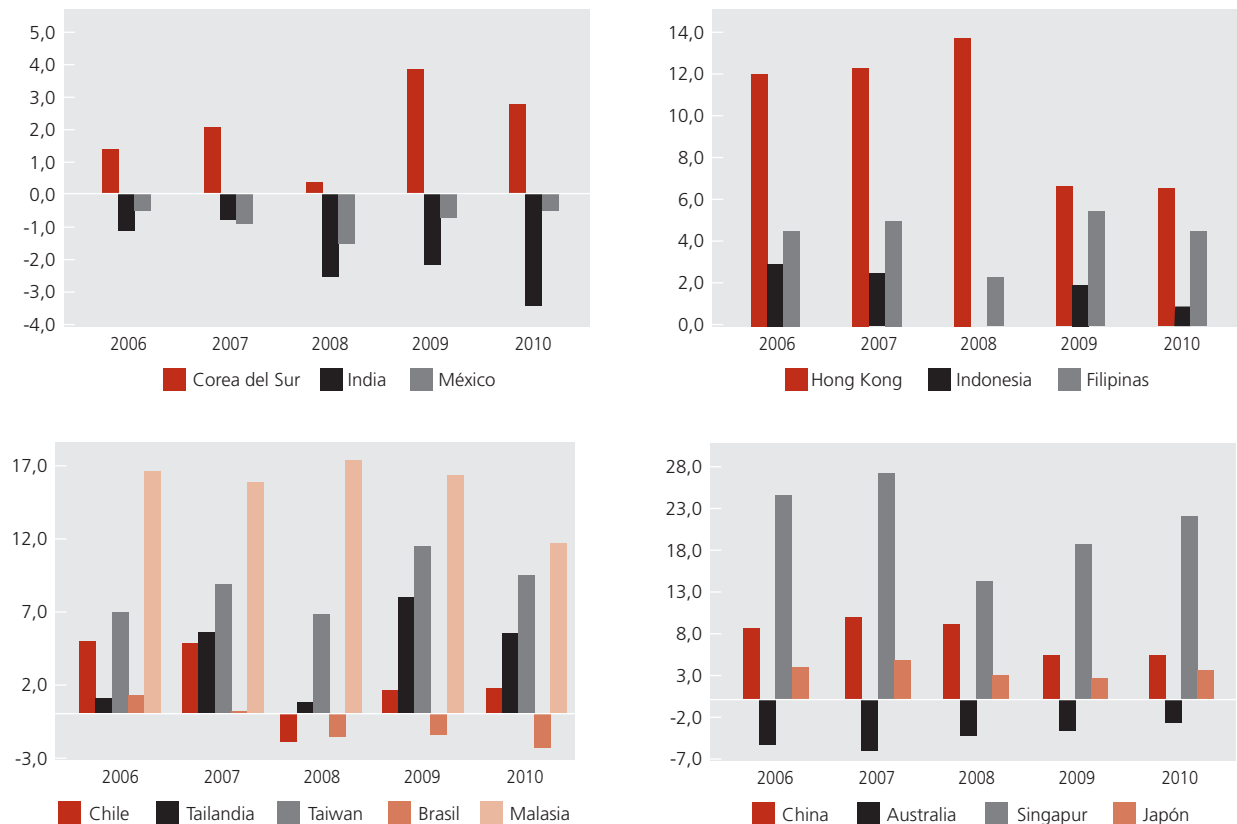
El incremento de los flujos netos de capitales hacia las economías analizadas es un hecho. En algunos países como Tailandia, Taiwan, Malasia, China y Filipinas, el exceso de flujos, la diferencia entre los requerimientos de financiación en cuenta corriente y el superávit en la cuenta de capitales

estuvo alrededor de 9% de su PIB durante 2010. Un caso excepcional es el de Singapur, que alcanzó casi el 20% del PIB.

Con excepción de India, Brasil, Australia y México, la primera fuente que origina el flujo neto de dólares hacia sus economías es el superávit en cuenta corriente, el cual refleja la relación entre el ingreso y el gasto de un país. Por otra parte las bajas tasas de interés a nivel mundial, los programas de expansión monetaria implementados por las economías desarrolladas y las buenas perspectivas económicas a nivel general han promovido los flujos de inversión extranjera tanto directa como de portafolio a todas las economías incluidas en la muestra.

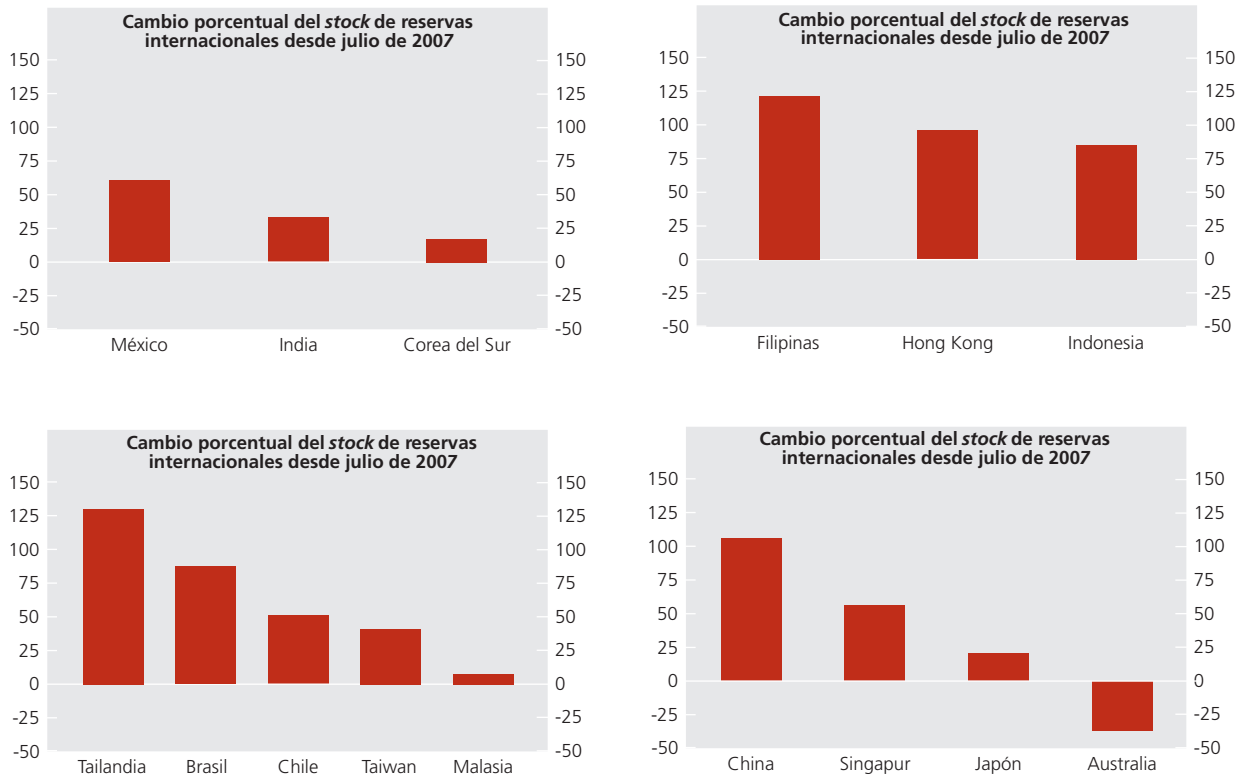
La acumulación de reservas internacionales ha sido uno de los instrumentos más utilizados por todos los países seleccionados en la muestra para contrarrestar los importantes flujos de capitales que han recibido en los últimos años. Llama la atención la intensidad con la que algunos han acudido a este instrumento, aun cuando su arreglo cambiario es uno de flotación pura, como en los casos de Filipinas

GRÁFICO 8. Balance en cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Haver

**GRÁFICO 9. Acumulación de reservas internacionales**



Fuente: Haver

o Brasil, en tanto que los casos de Hong Kong y China no sorprenden al considerar que han adoptado diferentes variaciones de un tipo de cambio fijo. En general, tras el análisis se encuentra que los países que han presentado un proceso de apreciación de sus monedas han recurrido a este instrumento en mayor medida que los países donde el tipo de cambio se ha depreciado. De esta manera se descarta que la pérdida de valor del tipo de cambio nominal en México, India y Corea del Sur sea consecuencia de una estrategia cambiaria del Banco Central.

Por otra parte está el papel que han desempeñado los fondos soberanos en la adquisición de activos en el exterior, con el propósito de reducir los flujos de capitales excedentes y de esta manera procurar mitigar los efectos sobre su tipo de cambio. Destacan aquí los casos de Corea del Sur, México, Malasia y Brasil, protagonistas de importantes compras de divisas. No obstante los resultados de estas operaciones son en gran medida divergentes, ya que las monedas de los dos primeros son de las que más se han depreciado, mientras que las de los dos últimos son las monedas que han experimentado una apreciación más bien moderada.

De igual manera, los países han adoptado una serie de políticas *macroprudenciales* encaminadas a desincentivar los flujos de capitales, en particular los de corto plazo. A nivel general se han concentrado en el aumento de los impuestos a los flujos destinados a las inversiones en portafolio y la penalización del endeudamiento externo del sistema financiero, entre otros.

### El tipo de cambio real

Como se ha señalado, el debate surgido en relación a la *guerra de monedas* ha versado en torno a la dinámica del tipo de cambio nominal, la cual viene determinada sobre todo por los flujos de capital. Sin embargo, para un análisis sobre el correcto funcionamiento de una economía resulta más recomendable basarse en el tipo de cambio real, el cual refleja la relación de las productividades de la economía local y el resto del mundo. En la literatura económica se encuentran multitud de ejemplos en que fuertes y persistentes desviaciones del tipo de cambio real respecto a su nivel de equilibrio han terminado por llevar a las economías a transitar por sendas de grandes desajustes en los balances

**TABLA 2. Recientes medidas macroprudenciales a nivel macroeconómico para reducir las entradas de capitales (desde octubre 2010)**

<b>Introducción o restablecimiento de retenciones fiscales</b>	<b>Tailandia</b> reimpuso una retención fiscal del 15% en las compras extranjeras de los bonos emitidos por el gobierno (12 octubre 2010). <b>Corea del Sur</b> recuperó una retención fiscal del 14% sobre la tenencia por parte de extranjeros de bonos emitidos por el gobierno (22 noviembre 2010).
<b>Restricciones de los créditos externos de los bancos</b>	<b>Corea del Sur</b> propuso gravámenes sobre los pasivos (no depósitos) en moneda extranjera de los bancos (19 diciembre 2010). <b>Indonesia</b> limitó el crédito exterior a corto plazo de los bancos al 30% de su capital (30 diciembre 2010).
<b>Freno a la tendencia de derivados cambiarios por parte de los bancos</b>	<b>Corea del Sur</b> endureció las restricciones sobre la tendencia de derivados cambiarios por parte de los bancos, tanto nacionales (50% del capital) como extranjeros (250% del capital) en junio de 2010. <b>Taiwan</b> ajustó el tope de las tenencias de los bancos de derivados sin entrega física en dólares taiwaneses del 33% al 20% de sus posiciones en moneda local (28 diciembre 2010).
<b>Aumento de los requisitos de reservas sobre los depósitos en divisas</b>	<b>Indonesia</b> elevó los requisitos de reserva sobre los depósitos en divisas del 1 al 5% a partir de marzo 2011, y al 8% a partir de junio 2011 (30 diciembre 2010). <b>Taiwan</b> impuso un requisito de reservas del 25% sobre los depósitos en moneda local de los no residentes desde el 30 diciembre de 2010, y del 90% en cualquier incremento neto a partir de entonces.
<b>Restricción de las inversiones de fondos externos en mercados de cartera internos</b>	<b>Taiwan</b> restringió los fondos externos, impidiéndoles invertir más del 30% de sus carteras en productos del mercado monetario y en todos los tipos de deuda pública con plazos inferiores a 1 año (9 noviembre 2010).
<b>Reducción de las entradas de capitales en los mercados inmobiliarios internos</b>	<b>Hong Kong</b> restringió temporalmente la entrada de capitales destinado a la inversión en vivienda (13 de octubre 2010). <b>China</b> restringió la compra de viviendas por parte de extranjeros, permitiendo un máximo de una casa como residencia personal a los extranjeros que trabajen en China durante más de un año (15 noviembre 2010).
<b>Fomento de la salida de capitales</b>	<b>Tailandia</b> flexibilizó los límites de las inversiones en el extranjero (23 septiembre 2010). <b>China</b> permitió a los exportadores mantener sus ingresos en divisas en cuentas en el extranjero (31 diciembre 2010). <b>China</b> permitió a las empresas de determinadas regiones piloto hacer inversiones directas en el extranjero (excepto inversiones financieras) en yuanes/RMB (13 enero 2011).

Nota: Además de las medidas anteriores, Indonesia ya había impuesto un período de retención de un mes en los certificados del Banco de Indonesia (SBI) en junio de 2010, y Taiwan había prohibido a los inversores internacionales la colocación de fondos en imposiciones a plazo desde noviembre de 2009. Fuente: BBVA Research

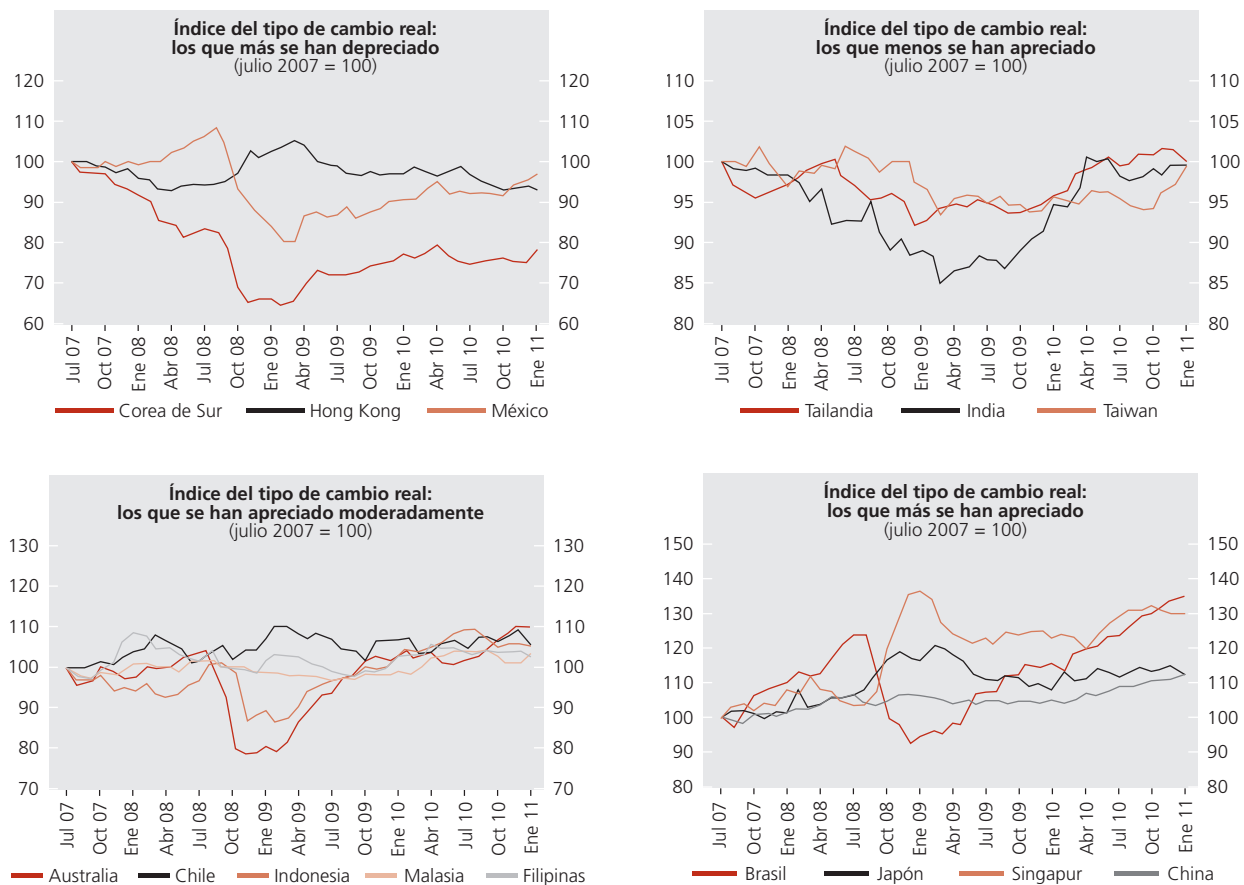
macroeconómicos que finalmente han desembocado en un fuerte proceso de ajuste.

La dinámica reciente del tipo de cambio real presenta algunas diferencias importantes en la comparación con la evolución del tipo de cambio nominal. En primer lugar, si corregimos el tipo de cambio nominal restándole la inflación vemos como se dibuja un nuevo escenario distinto del anterior: por ejemplo, el dólar hongkonés ha sido una de las

monedas que más se han depreciado, en tanto que la pérdida de valor de la rupia escasamente ha corregido el “exceso” de inflación de India con respecto al resto del mundo. Por otra parte en el caso de Brasil, el real es la moneda que más se ha apreciado en términos reales dentro de la muestra seleccionada de países. Esto explica en parte por qué fue el ministro Mantega de Brasil quien habló por primera vez de la *guerra de monedas*, e ilustra las razones que han podido llevar a las autoridades brasileñas a implementar



**GRÁFICO 10. Índice de tipo de cambio**



Fuente: Haver

medidas *macroprudenciales* para procurar reducir las presiones a la apreciación provenientes de los mayores flujos de capitales.

### Inflación

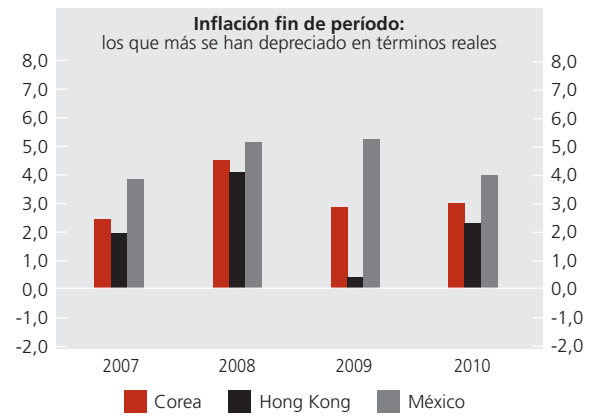
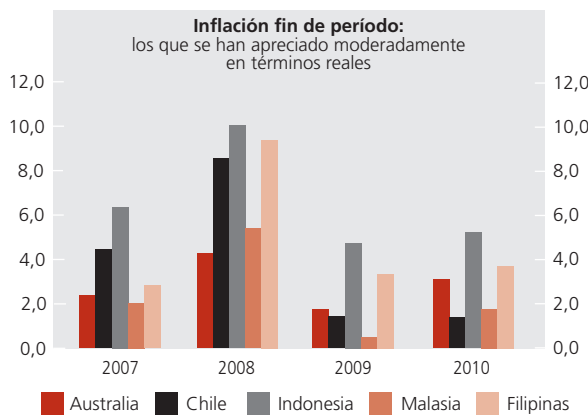
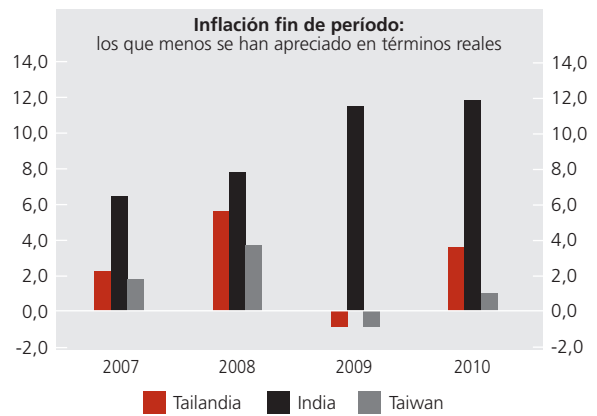
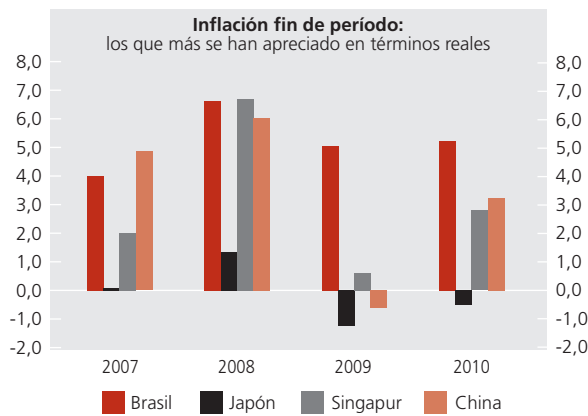
Las perspectivas del tipo de cambio a corto y medio plazo también van a estar influenciadas por los próximos movimientos de los bancos centrales. En el caso de los países incluidos en el presente análisis, en su mayoría las respectivas autoridades económicas han ido ajustando sus instrumentos, tipos de interés y coeficientes de encaje requeridos, con vistas a alcanzar una postura de política monetaria menos laxa o incluso neutral. No obstante los movimientos han sido influenciados por el desempeño del tipo de cambio en los últimos meses. En este sentido, y teniendo en cuenta los riesgos de recalentamiento en la mayoría de países, se espera que en los próximos meses continúen los incrementos moderados en los tipos de interés, lo cual

seguramente generará presiones adicionales a la apreciación de los tipos de cambio. En ese sentido Corea del Sur, Hong Kong y México cuentan con un amplio margen de maniobra, en tanto que la situación es más complicada para Brasil, Singapur o China.

### Conclusiones

Una de las conclusiones más evidentes de nuestra evaluación es que la expresión *guerra de monedas* describe de manera exagerada la situación en la que nos encontramos actualmente, aunque bien podría tomar sentido en el caso de un empeoramiento súbito de la presente crisis, dado que los desequilibrios globales siguen aumentando. El instrumento que tiene este artículo para evaluar si efectivamente estamos en un contexto de *guerra de monedas* es hacer una revisión de los regímenes cambiarios y la evolución de los tipos de cambio nominales desde mediados de 2007, período anterior al estallido de la crisis financiera global. En

**GRÁFICO 11. Inflación 2007-2010: los que más se han apreciado en términos reales**



Fuente: Haver

general, el comportamiento de los tipos de cambio no ha sido tan dramático, excepto en los casos concretos que este texto ha señalado.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- GEITHNER, Timothy (marzo 2010). "China rejects US complaints on currency". *Financial Times*
- LAMONT, James (abril 2010). "Geithner urges action on imbalances". *Financial Times*.
- SAKOU, Anousha (Abril 2010). "Pressure mounting on China currency". *Financial Times*
- WHEATLEY, Jonathan (septiembre 2010). "Brazil in currency war". *Financial Times*

1. World Economic Outlook (WEO), International Monetary Fund (octubre 2010).
2. Timothy Geithner (marzo 2010). "China rejects US complaints on currency". *Financial Times*
3. Jonathan Wheatley (septiembre 2010). "Brazil in 'currency war'". *Financial Times*
4. Anousha Sakoui (abril 2010). "Pressure mounting on China currency". *Financial Times*