

JUAN E. IRANZO

La guerra de las divisas



AL igual que ocurre con cualquier otra mercancía o servicio, el tipo de cambio, contado o futuro, de una moneda es el precio que equilibra la oferta y demanda de la misma en cada momento. Son pues los flujos internacionales de comercio y capital los que determinan ambas curvas; la oferta de una divisa dependerá de las exportaciones

de bienes y servicios, de las transferencias hechas a otros países y de las salidas de capital por varios motivos posibles. Ahora bien, sobre esos movimientos inciden, a su vez, una serie de factores que conviene señalar.

En primer lugar inciden los diferenciales de inflación. Si la inflación de la zona euro es superior a la norteamericana, la capacidad adquisitiva del euro disminuirá más rápidamente que el dólar, lo que aumentará la demanda de dólares para adquirir bienes, servicios o activos financieros norteamericanos y producirá una depreciación del euro con respecto al

ante la posibilidad de que se deprecie, lo cual acelerará esa tendencia. Ante el temor de que una moneda se deprecie, los importadores del país correspondiente adelantarán sus pagos en otras monedas (*leads*) y los exportadores atrasarán los reembolsos de las diferentes divisas en los que se cobran (*lags*), lo que debilitará aún más la moneda al desplazarse, a derecha e izquierda, las curvas de demanda y oferta de las otras divisas. Un aumento de la inestabilidad política, que pueda llevar aparejado el estallido de un conflicto bélico de cierta importancia en cualquier zona del mundo, tendrá su reflejo en los precios internacionales de las monedas y, normalmente, elevará la cotización del dólar por tratarse de la moneda refugio por excelencia. La modificación de las expectativas desencadenará, además, operaciones de cobertura y especulación que por lo general acentuarán la volatilidad de los mercados de divisas.

En quinto lugar, los controles públicos. Las barreras al comercio y el control de cambios, lo que reflejan hasta cierto punto la situación actual del grupo de países OCDE: las barreras comerciales tienden, por lo general, a reducirse y el control de cambios es mínimo o inexistente. Pero no siempre ha sido así ni tenemos la clara certeza de que vaya a ser así en el futuro. Dada la influencia del tipo de cambio sobre las grandes variables, monetarias o reales, de cualquier economía, los controles públicos pueden sufrir alteraciones fundamentales e influir, notablemente, sobre las cotizaciones de las monedas. Si, por ejemplo, el Gobierno norteamericano estableciese un impuesto, de cierto nivel, sobre los intereses obtenidos en el extranjero, la

salida de capital norteamericano, en busca de mayor rentabilidad se reduciría y provocaría una apreciación del dólar. Si el Banco Central Europeo dificultase la concesión de préstamos en euros para la adquisición inmediata de divisas, el euro tendería a apreciarse.

Las consecuencias de todas estas circunstancias, especialmente las que inciden a medio y largo plazo, son las que determinan el tipo de cambio de equilibrio, siendo este lo suficientemente bajo para que no reste competitividad, pero lo bastante alto para que no se genere inflación. Según la mayor parte de

los análisis existentes el tipo de cambio de equilibrio euro-dólar se sitúa alrededor del 1,17-1,20 \$/€; por lo que a pesar de los acontecimientos recientes, el euro sigue apreciado aunque en menor intensidad que hace unos meses, la causa fundamental deriva de la denominada “guerra de las divisas”, es decir intervenciones con carácter neoproteccionista. En efecto, el yuan se encuentra voluntariamente referenciado con el dólar, en un nivel claramente depreciado respecto a los fundamentos de la economía china. Para evitar su apreciación, cada vez que el dólar tiende a apreciarse, el Banco Central Chino, poseedor del mayor volumen de reservas en dólares de todo el mundo, inadecuadamente vende dólares, interviniendo los mercados y ajustándose respecto al euro. En definitiva se trata de una actitud claramente proteccionista que perjudica el libre comercio, penaliza la competitividad de los países del euro e incide muy negativamente en los países con más problemas de costes, como España. Se trata de una actuación inadecuada que deberá ser penalizada por el G-20. La apreciación lógica del yuan restaría tensiones al euro.

Juan E. Iranzo es director general del Instituto de Estudios Económicos.

“La ‘guerra de las divisas’ es una actitud claramente proteccionista que perjudica el libre comercio y penaliza la competitividad de los países de la zona euro”

dólar. En segundo lugar cuentan los diferenciales de interés, especialmente a corto plazo. Si los intereses practicados en la eurozona son superiores a los de Norteamérica, el capital norteamericano se desplazará hacia la Unión Monetaria en busca de mayor rentabilidad y el euro se apreciará con respecto al dólar. En general, los agentes económicos van a guiarse no por el interés nominal, sino por el real, es decir, el que resulta de ajustar aquel por la tasa de inflación.

En tercer lugar, el tipo de cambio responde a los ritmos de crecimiento de los distintos países. Si la renta en Norteamérica crece a mayor ritmo que la de la Unión Monetaria, la demanda norteamericana de bienes, servicios y activos financieros españoles aumentará más deprisa que la demanda de la Unión de bienes, servicios y activos financieros norteamericanos. En consecuencia, el euro se apreciará con relación al dólar puesto que la demanda de euros será mayor que la de dólares.

En cuarto lugar, las expectativas. Los mercados de divisas reflejan prontamente los cambios de expectativas debidos a una pluralidad de factores. El rebrote inflacionista en cualquier país producirá, por lo general, la venta de su moneda