

*Este material ha sido publicado en [www.rentamarkets.com/Informacion](http://www.rentamarkets.com/Informacion) y tiene carácter meramente divulgativo por lo que no debe considerarse asesoramiento o análisis financiero. El documento no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Su contenido y uso queda sujeto al AVISO LEGAL contenido en [www.rentamarkets.com/Informacion/AvisoLegal](http://www.rentamarkets.com/Informacion/AvisoLegal)*

## **DE VUELTA AL COLE**

Una de las primeras cosas que se aprenden en las facultades y escuelas de estudios macroeconómicos de todo el mundo, es que las economías con tasas de ahorro persistentemente excedentarias (superávits de balanza exterior de bienes y servicios constantes) mantienen una tendencia a la apreciación de sus monedas en términos reales. Por el contrario, las economías con persistentes déficits de ahorro (déficits en sus balanzas de bienes y servicios) la mantienen hacia la depreciación de las suyas.

Los sistemas cambiarios internacionales han ido adaptándose a lo largo del tiempo a la hora fijar el valor de las diversas monedas entre sí. Durante el siglo XIX y primera parte del XX, imperó el llamado patrón oro, en el que este metal actuaba como respaldo, o garantía de la emisión de la divisa en cuestión.

Tras las vicisitudes ocurridas entre las dos guerras mundiales, se abandona definitivamente este sistema de fijación o referencia para el valor de las monedas y se decide utilizar el USD como "moneda de reserva" de valor (Bretton Woods), siendo esta a su vez fijada todavía contra el oro.

A partir de 1971, se abandona la fijación del cambio del USD respecto al oro y se convierte en el principal activo de reserva en los saldos de bancos centrales. Desde entonces el USD no ha hecho otra cosa que depreciarse en términos de oro, desde los 35 USD por cada onza hasta los 1300 actuales. Y es que este último sistema se nutre de la simple impresión de moneda por parte del banco central estadounidense, la Reserva Federal (FED).

La situación planteada desde entonces ha desembocado en una situación de déficit comercial en EEUU (oferta de USD) y una demanda de USD para activo de reserva y de inversión. Esto condujo en las pasadas décadas a la presión devaluatoria sobre el USD, no solo contra el oro, sino contra las principales monedas de países exportadores netos, y consecuentemente excedentarios de ahorro.

Así, desde los años 70 del siglo pasado, el USD en términos de yenes ha pasado de 1 dólar 315 yenes a sólo 1 USD 100 yenes, es decir, ha perdido dos tercios de su valor en yenes. Contra otra de las principales monedas, el marco alemán, la evolución ha sido similar, bajando su valor desde 1 USD 3,5 marcos a prácticamente 1 USD 1,5 marcos en el momento de lanzamiento del Euro.

Durante los últimos 30 años hemos vivido en un modelo totalmente asimétrico, en el que la aparición con intervenciones masivas de los bancos centrales en los mercados cambiarios ha alterado este simple principio económico. Deteniendo artificialmente la tendencia secular de devaluación del USD. Esto ha tenido unas consecuencias gigantescas sobre la asignación de recursos de producción y su distribución geográfica, creando interferencias en el ajuste de las relaciones reales de intercambio.

La contrapartida de estas acumulaciones de reservas masivas debido a las intervenciones cambiarias han sido los movimientos de capitales opuestos para financiar, precisamente, el funcionamiento de este circuito de países productores y proveedores de financiación a países consumidores y demandantes de financiación.

Es decir, este circuito ha estado basado en el crédito, la confianza de que el comprador pagara algún día sus deudas. Y todo se ha generado, en gran parte por una competencia desleal basada en la fijación artificial de los tipos de cambio para favorecer sectores exportadores en los países "productores".

La tabla siguiente muestra países que han estado forzando la máquina para debilitar sus monedas artificialmente:

*Tabla 1: Foreign Exchange reserves.*

	<b>FX Reserves (% of GDP)</b>	<b>FX Reserves (% of ST Debt)</b>
<b>Switzerland</b>	112%	72%
<b>Taiwan</b>	80%	278%
<b>China</b>	26%	307%
<b>Korea</b>	25%	319%
<b>Japan</b>	25%	45%
<b>Brazil</b>	18%	687%
<b>India</b>	15%	415%
<b>Mexico</b>	14%	321%
<b>Canada</b>	5%	13%
<b>UK</b>	5%	2%
<b>Italy</b>	2%	4%
<b>France</b>	1%	2%
<b>Germany</b>	1%	2%

*Fuente: National Authorities, World Bank, IMF.*

Esto describe el saldo de reservas mantenido en proporción a su Producto Interior Bruto, es decir, el excedente de ahorro acumulado (y no consumido interiormente, en consumo y bienestar de sus habitantes) por estos países.

El efecto, obviamente es el de crear una oferta artificial de sus monedas y, demanda de monedas extranjeras, por ejemplo, el USD para mantener artificialmente su valor y defender la competitividad de sus bienes y servicios en los mercados exteriores.

Claro que esto ha contado con la colaboración, más o menos aquiescente, de países deficitarios como EEUU, en parte porque permitía la obtención de una financiación barata para permitir sus procesos de crecimiento de demanda interna, por encima de sus posibilidades (consumiendo mucho más de lo producido internamente).

Todo esto, inmerso en un proceso de globalización de las relaciones económicas, donde en muchas ocasiones los propietarios de algunas de las empresas productoras eran las

corporaciones residentes en los países con déficits (por ejemplo, empresas americanas con centro de producción en China o Malasia).

El modelo puede funcionar, como lo ha hecho durante 30 años, permitiendo crecer por encima de sus posibilidades a países deficitarios, proporcionándoles tipos de interés bajos, dada la abundante liquidez externa, muy por debajo de lo que tendrían en condiciones normales. Y permitiendo a las economías productoras crecimientos no inflacionistas basados en demanda externa, con grandes acumulaciones de capital en los sectores exportadores.

El problema, como casi siempre, es de magnitud. Esto ha funcionado hasta que ha contribuido a la creación de desequilibrios que son prácticamente imposibles de financiar a medio plazo, sin comprometer los niveles razonables de crédito. Así que asistimos a niveles de deuda histórica en los países deficitarios, que en el caso de EEUU son de unas 3,7 veces la producción anual del país, teniendo en cuenta la deuda del sector privado y del sector público.

Tras los años de crisis financiera la estructura de deuda ha quedado inclinada hacia una abultadísima deuda de los gobiernos y unos sectores privados mucho más saneados en términos de riqueza neta y deuda.

En el caso de Estados Unidos de hecho, con récord en el nivel de riqueza neta del sector privado en la historia. El problema es que este sistema implica una dependencia de los capitales exteriores gigantesco, lo que supone una debilidad estratégica a medio plazo, con la posibilidad última de generar crisis cambiarias.

Y más cuando con el paso del tiempo es previsible una pérdida relativa del papel de moneda de reserva del USD, con la aparición de otras monedas que empiezan a tener un papel relevante, aunque pequeño aún. La base del asunto no deja de ser el de unos subsidios artificiales, en favor de los países productores, a través de devaluaciones competitivas y fijación de los tipos de cambio, de manera artificial, que les dan ventaja desde un punto de vista de costes de producción y de venta en los países "consumidores".

Esto se traduce obviamente en una desventaja para los sectores productivos de los países consumidores, con el consiguiente efecto sobre el empleo y capacidad de crecimiento.

Parece que la Administración americana ha identificado el problema finalmente y de forma decidida, está tratando de combatirlo. En su último informe para El Congreso del Departamento del Tesoro, de su oficina de asuntos internacionales se identifica perfectamente a los países que designa como Trading Partners, con los cuales EEUU mantiene unos déficits bilaterales sistemáticos y significativos y a los que empieza a monitorear de forma continua, con una vigilancia constante sobre su actividad en los mercados de cambio y posición de reservas exteriores.

La tabla de arriba muestra a los países beneficiados del modelo imperante en los últimos años (si bien Suiza aducía su papel de moneda de reserva, esto es difícilmente defendible cuando mantiene persistentemente un superávit comercial cercano al 10% del PIB y un nivel de reservas que excede el mismo. Es decir, podría aceptarse una neutralización del efecto de moneda refugio, interviniendo para poner en equilibrio las cuentas exteriores, pero aprovecha para hacer devaluaciones competitivas que le producen superávits gigantescos).

La reacción de la administración americana no ataca aun el problema de manera generalizada, aunque es muy posible que termine haciéndolo.

Por ahora está imponiendo, puntualmente y por países tarifas de importación, tratando, por un lado, de atacar a los problemas microeconómicos y sectoriales, pero que pueden terminar en un enrevesado sistema impositivo exterior con un funcionamiento difícil de evaluar.

Pero la tentación va a ser muy fuerte en un país endeudado con el exterior a plantear un sistema más Macro, de realineamiento de monedas con un doble objetivo:

- Reponer los marcos de competitividad de las economías sobre bases no artificiales (sin acumulaciones de reservas que impidan los movimientos cambiarios naturales)
- Devaluar el valor del stock de deuda en términos de USD en manos de los prestamistas exteriores, mejorando la posición crediticia americana, que empieza a alcanzar un nivel difícil de sostener.
- Por otro lado, desde el punto de vista de los países exportadores, el objetivo natural tiene que ser el de ir a un planteamiento de crecimiento más basado en el desarrollo de la demanda interna, procurando la mejora en el bienestar de sus ciudadanos, invirtiendo el ahorro acumulado en el desarrollo de infraestructuras en sus países y no en financiar el consumo en países ajenos.

Esto es lo que nos diría un libro de primero de economía que debería suceder... Y es posible que los políticos de los diversos países actores en los mercados internacionales se tengan que portar como buenos alumnos en interés de todos...