

Informe | 2019

Impacto de la política cambiaria en el comercio internacional



EEUU deja abierta la puerta a un cambio de su política de un dólar fuerte. Las exportaciones de los países emergentes están denominadas en dólares, lo que limita la mejora de competitividad vía depreciación de sus divisas. Situación diferente es la del área euro, cuyo comercio exterior está mayoritariamente denominado en euros.

Julio 2019



c/ Marqués de Villamejor, 5
28006 Madrid
Tlf.: 34-91-520 01 00
Fax: 34-91-520 01 43
e-mail: saie@afi.es
www.afi.es

El Secretario del Tesoro de EEUU, Steven Mnuchin, declaraba en la reunión preparatoria de la cumbre anual del G7 que tendrá lugar en agosto en Biarritz que, por ahora, la política de gestión del tipo de cambio de EEUU no se modificaría, aunque no descartaba una modificación en el futuro. Con estas declaraciones, Mnuchin amenazaba veladamente con desviarse del compromiso de los países del G7 de no intervención en el mercado de divisas. En línea con la política mercantilista que viene defendiendo la Casa Blanca, el Tesoro expresa así una cierta preferencia por un dólar (USD) más débil frente al resto de divisas, que estimule las exportaciones y reduzca el déficit comercial. Además, se han mantenido las acusaciones de que China, pero también el área euro, estarían manipulando sus divisas para forzar una depreciación de las mismas frente al USD.

Las políticas de gestión del tipo de cambio

En este contexto, sólo queda que la Reserva Federal estadounidense (Fed) confirme el sesgo acomodaticio que ha mantenido hasta ahora y que parece situarse en línea con los deseos de la Administración de provocar una depreciación del dólar generalizada. La acción de la Fed será un punto a tener en cuenta en la medida que, para que una política de tipo de cambio débil sea efectiva, tanto el banco central como el Tesoro de un país deben estar coordinados.

Así ha ocurrido a lo largo de la historia en EEUU que, tras la ruptura de Bretton Woods en 1973, ha implementado diferentes políticas de gestión del tipo de cambio.

No obstante, dichas declaraciones suponen un cambio significativo por los siguientes motivos:

- EEUU no ha realizado ninguna intervención en el mercado de divisas desde finales de la década de los 90, y
- Hasta ahora se mantenía la política de que una divisa fuerte es lo coherente con una economía fuerte.

Lo que sí hay que reconocer es que el dólar podría encontrarse un 10% sobrevalorado frente al euro en términos de PPA (paridad de poder adquisitivo). Es decir, el USD tendría que depreciarse un 10% frente al EUR para situarse en su nivel de equilibrio de medio plazo.

De forma similar, estimaciones recientes del FMI apuntan al mismo efecto en términos efectivos reales: frente a la cesta de divisas que representan el comercio internacional de EEUU, el USD también se encuentra un 10% sobrevalorado en media, según estimaciones para 2018 de acuerdo a diversos modelos¹.

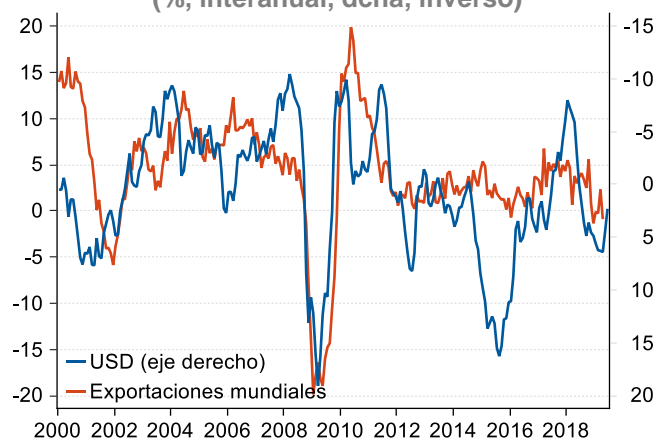
¹ FMI (2019): External sector report. The Dynamics of External Adjustment. (Julio)

Evolución de las divisas y el comercio exterior

Esto abre la vía a que se pueda llegar a iniciar una guerra de divisas, que consiste en que todos los países busquen un tipo de cambio más débil para mejorar su competitividad. La historia de los años treinta del siglo pasado muestra que después de las políticas arancelarias se suele pasar a políticas de empobrecimiento del vecino basadas en la depreciación del tipo de cambio. La consecuencia directa de esta acción sería un incremento de la volatilidad del mercado, mientras que en términos de comercio exterior no está demostrado que haya algún beneficiario. Los últimos estudios publicados por el BIS dejan entrever que la mejor estrategia por parte de (al menos) los países emergentes en caso de que llegue a materializarse esta política es dejar que sus divisas se aprecien.

Según la historia, un USD más débil en términos globales suele llevar a una mejora del comercio internacional.

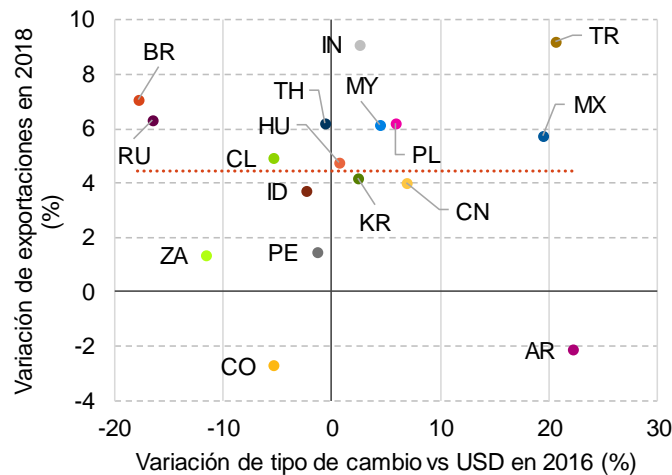
Evolución de las exportaciones mundiales (% interanual) y tipo de cambio efectivo del USD (% interanual, dcha, inverso)



Fuente: Afi, Macrobond

Es más, si se analiza la historia reciente de lo que ha ocurrido en los países emergentes, se observa que apenas existe relación entre la evolución de sus divisas y el comercio exterior de los mismos. La variación de las exportaciones del último año (2018) de los principales países emergentes no ha venido explicada por la variación del tipo de cambio años atrás (2016, entendiendo que dos años es un periodo de tiempo suficiente para que la variación de un tipo de cambio pueda trasladarse al comercio). Esta relación entre depreciación del dólar y comercio internacional también tiene que ver con el efecto que tienen unas condiciones financieras más laxas en dólares en la evolución del comercio exterior de bienes de capital (destacada en un discurso reciente por el economista jefe del BIS). El giro que va a adoptar la Fed marca también un cambio de orientación en el ciclo de liquidez global, que había experimentado una moderada restricción desde que el banco central estadounidense empezó a subir los tipos de interés.

Relación entre tipo de cambio y evolución de exportaciones con un retardo de dos años (% , interanual)



Fuente: Afi, Macrobond

Factores explicativos

Lo anterior, según el BIS², se puede deber a varios motivos. En primer lugar, a que el comercio de bienes en el conjunto de emergentes no está denominado en su divisa local, sino en dólares. La vía a través de la que la depreciación de un tipo de cambio hace más competitivo un país es el ajuste de los precios de las exportaciones. No obstante, debe ser la divisa en la que están denominadas esas exportaciones la que debe depreciarse frente al resto para conseguir el efecto deseado.

El conjunto de exportaciones de los países emergentes está denominado en dólares, con la única excepción de los países de Europa emergente que, ante su mayor comercio con el área euro, su comercio exterior está denominado en euros. En ninguna región de países emergentes (sólo en las de economías desarrolladas), es la divisa nacional la predominante en el comercio internacional. Por tanto, una depreciación de las divisas locales de los países emergentes no tiene por qué llevar a un incremento de las exportaciones, aunque sí podría perjudicar su capacidad de compra vinculada a las importaciones (pérdida de poder adquisitivo).

Además, la creciente integración de las cadenas de valor globales puede ser una variable que puede diluir el hecho de que una depreciación de las divisas emergentes pueda suponer una potencial mejora de su comercio exterior. En la medida que cada vez más se utilizan bienes intermedios importados (denominados en divisa extranjera), los productos finales producidos

² BIS (2019). Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability. Chapter II Annual Economic Report. (Junio).

en países emergentes se encarecerían, minando la capacidad de exportación. Por consiguiente, la depreciación de las divisas emergentes sólo mejoraría la competitividad de una proporción de las exportaciones de bienes finales de estos países.

Sin embargo, esto podría tener un efecto positivo a nivel macroeconómico. En primer lugar, porque una depreciación de las divisas emergentes frente al dólar puede mejorar los ingresos en divisa nacional de las grandes empresas exportadoras de este grupo de países ante el incremento del valor de las exportaciones en divisa nacional. Esta mejora de beneficios puede derivar en una mejora de la inversión y el empleo nacional. En la medida, además, de que el mercado de derivados de divisas en los países emergentes es menos profundo, la exposición al riesgo de tipo de cambio de estas empresas podría ser superior y, por tanto, beneficiarse en mayor medida de este efecto.

De forma adicional, cabe mencionar el impacto que se podría observar vía flujos de inversión y condiciones financieras. Como hemos comentado en informes previos, las economías emergentes (y sus empresas) presentan unos volúmenes de deuda denominada en divisa extranjera (normalmente en USD) elevada.

Si se produce una fuerte depreciación de las divisas de los países emergentes esto supone un fuerte encarecimiento de la deuda de estos países, las condiciones financieras se volverían más restrictivas y la capacidad de producción de las empresas podría contraerse y, con ello, las exportaciones.

Conclusiones

En caso de que tenga lugar un cambio en la política de un dólar fuerte mantenida hasta ahora por parte de EEUU podría suponer una oportunidad para los países emergentes, que no deberían entrar en una guerra de divisas a través de devaluaciones competitivas. Lo que sí podrán permitirse los bancos centrales de países emergentes es llevar a cabo una política monetaria más laxa en aquellos cuya inflación está por debajo del objetivo, para minimizar el impacto de otros shocks externos (guerra comercial).

Sin embargo, el área euro podría verse en una situación no tan beneficiosa, pues no se dan las características presentes en los emergentes: su comercio exterior está mayoritariamente denominado en euros. En este caso, una apreciación del EUR frente al USD sí podrá tener efectos negativos sobre el crecimiento del conjunto del área, facilitando un mensaje más *dovish* de un Banco Central Europeo con reducidas armas de actuación.