



Informe Trimestral d'Entorn Econòmic

Dr. Vicente J. Pallardó

Analista de conjuntura econòmica. Investigador Sènior Institut
Economia Internacional (IEI).

ENTORN ECONÒMIC GLOBAL- Tercer trimestre 2019

Introducció

El present és el primer informe de l'entorn econòmic global que, amb caràcter trimestral, es publicarà en el marc de la sèrie d'indicadors i anàlisis que l'Autoritat Portuària de València ofereix a la Comunitat Portuària, i a la societat en conjunt, per ajudar a comprendre el context en què es desenvolupa (i ho farà en un futur pròxim) l'activitat comercial, en general, i marítima, en particular, a nivell global.

Es estos Informes Trimestrals d'Entorn Econòmic, el lector trobarà tres seccions diferenciades. La primera, Clima Econòmic i Tendències, és una presentació sintetitzada en forma de semàfor de situació i d'evolució dels principals elements que defineixen i/o determinen l'entorn econòmic global. La segona, Decàleg de Situació, aporta un desenvolupament un poc més extens dels processos, dades i decisions més importants ocorreguts en els mesos previs a la realització de l'Informe, i que resulten fonamentals per a l'evolució econòmica global. Tot això respectant la vocació d'estos Informes Trimestrals de facilitar la comprensió de les claus de l'entorn econòmic amb una dedicació de temps moderada. Finalment, la secció Al Microscopi ofereix al lector, més detalladament, la possibilitat de conèixer alguns dels esdeveniments i processos que, amb una perspectiva més enllà del curt termini, incideixen en la situació econòmica internacional. La "Guerra de Divises" és l'objecte d'interés en este primer Informe Trimestral.



Clima econòmic i tendències

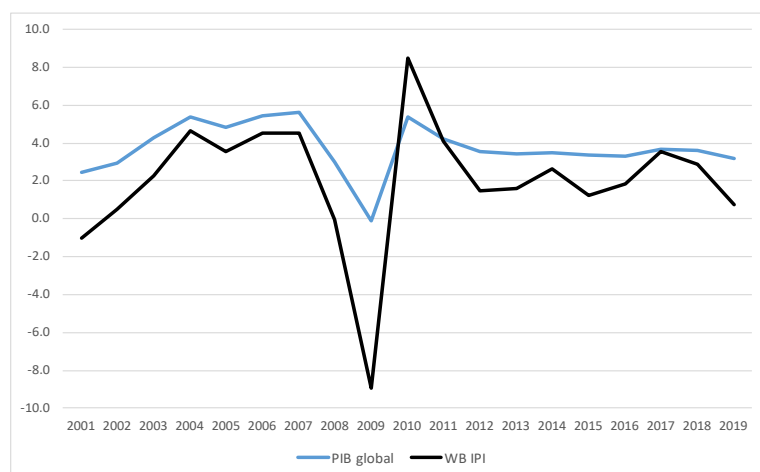
Determinants	Situació	Tendència
Activitat Econòmica		↓
Tensions comercials i canviàries		↔
Política monetària		↑
Política fiscal		↔
Mercats de matèries primeres		↔
Tensions geopolítiques		↑

Com entendre el Quadre de Clima Econòmic i Tendències:

a.- Factors determinants:

1.- Activitat econòmica: valoracions a partir dels mesuraments més recents d'indicadors d'activitat i de confiança (*World Bank industrial production index*; IFO, ZEW, Tankan, Chicago ISM, així com diversos PMI). Vegeu Gràfic 1.

Gràfic 1.- Índex de Producció Industrial (Banc Mundial) i Creixement del Producte Interior Brut mundial. Relació en el llarg termini. Taxes de variació interanuals.

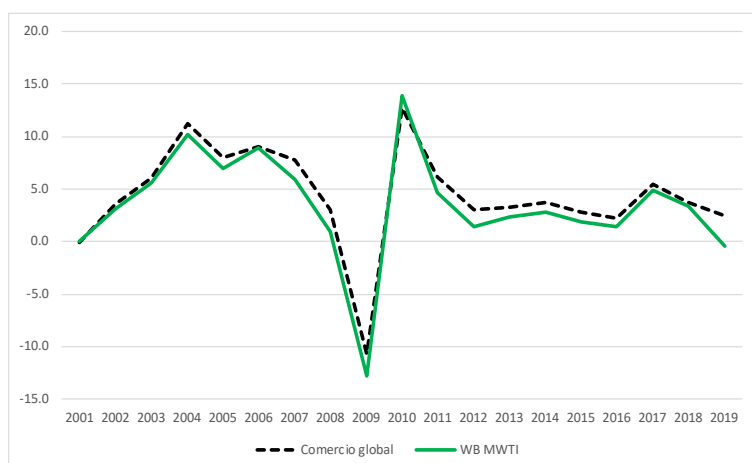


Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial; Fons Monetari internacional.

2.- Tensions comercials i canviàries: valoracions a partir dels mesuraments més recents del *World Bank Merchandise Trade Index*, la comptabilització de mesures proteccionistes/liberalitzadores oferida per *Global Trade Alert* (vegeu Gràfics 2 i 3), i les mesures i declaracions susceptibles de ser considerades com a exercici de manipulació canviària per part dels principals països en l'economia mundial.

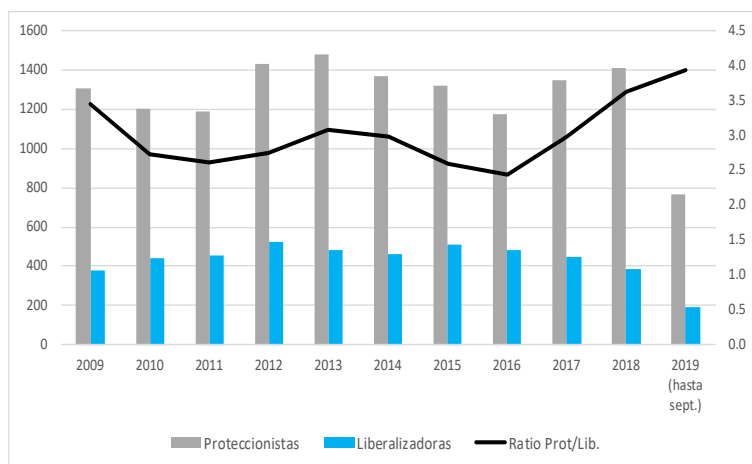


Gràfic 2.- Índex de Comerç Internacional de Mercaderies (Banc Mundial) i Creixement del Comerç mundial. Relació en el llarg termini. Taxes de variació interanuals.



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial; Fons Monetari internacional.

Gràfic 3.- Evolució de les mesures proteccionistes i liberalitzadores sobre el comerç mundial des de la Gran Recessió.



Font: elaboració pròpia. Dades: Global Trade Alert.

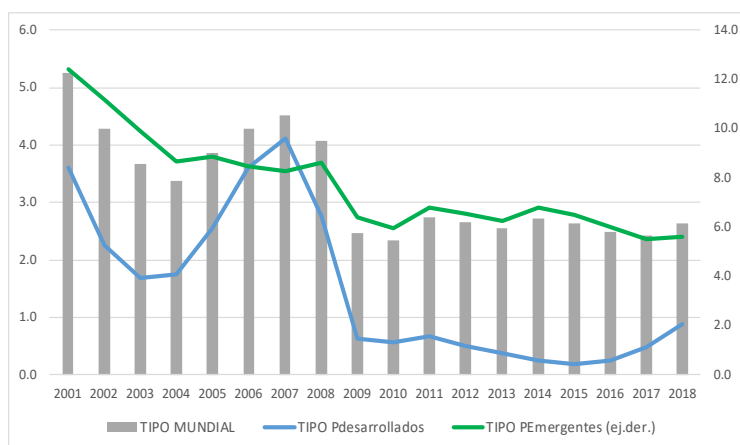
3.- Política monetària: valoracions a partir del tipus d'interés global ponderat dels principals Bancs Centrals del món (que representa al voltant del 77-80% del PIB mundial), així com dels moviments, durant els sis mesos previs a la presentació de l'informe, en els tipus d'interés de referència fixats pels mateixos (vegeu Gràfics 4 i 5). Es consideren igualment les intervencions orientatives sobre comportament futur ("forward guidance") d'eixos Bancs Centrals realitzades pels seus responsables.

4.- Política fiscal: valoracions a partir de la posició fiscal i la capacitat de realitzar polítiques fiscals expansives de les 40 principals economies del món, totes elles amb un pes conjunt del 88% del PIB mundial i individual d'almenys del 0,4% d'eix producte global. Dades procedents de la base *Global Fiscal Monitor* del Fons Monetari Internacional.

5.- Mercats de matèries primeres: valoracions a partir de les dades més recents del *World Bank Commodity Price Data*, amb cinc índex principals recollint fins a 72 matèries primeres, així com dels esdeveniments susceptibles d'alterar de forma apreciable en el curt termini el comportament dels preus de matèries primeres bàsiques. Vegeu Gràfic 6.

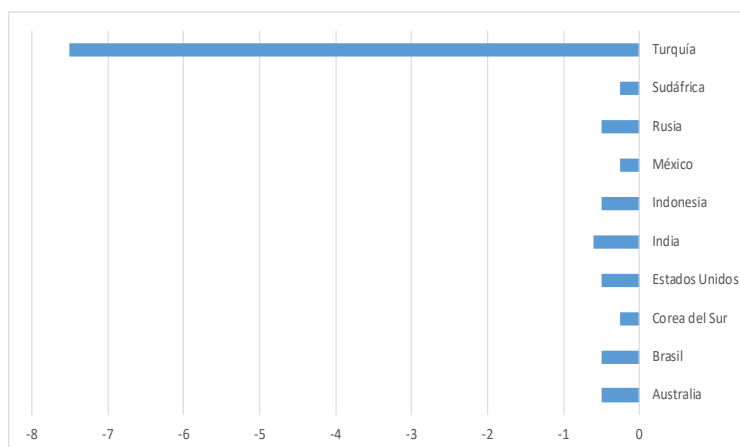
Gràfic 4.- Evolució dels tipus d'interés internacionals (tipus de referència dels Bancs Centrals; %).





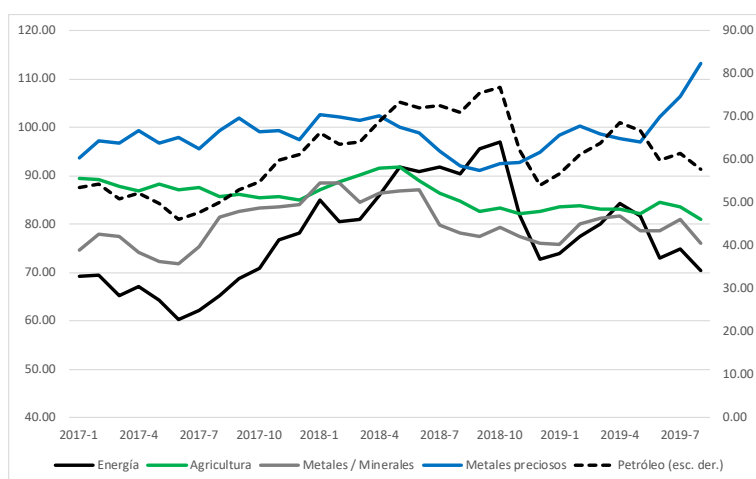
Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals; Fons Monetari internacional.

Gràfic 5.- Moviments en l'últim semestre en els tipus de referència dels principals Bancs Centrals (% de variació acumulat en el període)



Font: elaboració pròpia. Dades: Bancs Centrals.

Gràfic 6.- Evolució dels preus de les matèries primeres. Principals grups (Banc Mundial; 2010 = 100)

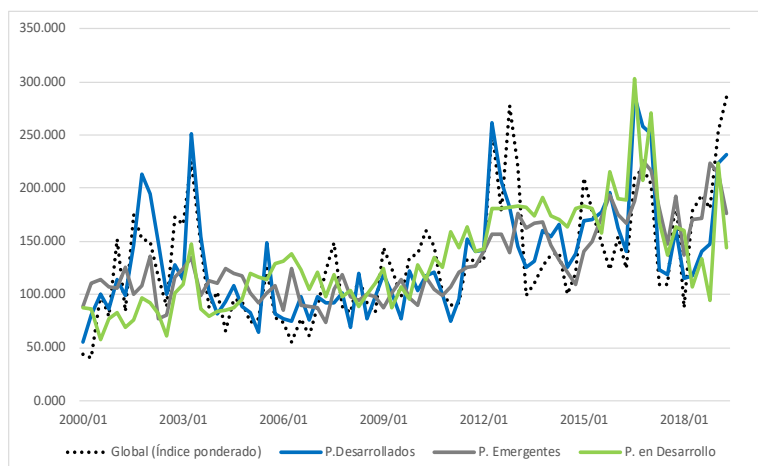


Font: elaboració pròpia. Dades: Banc Mundial.

6.- Tensions geopolítiques: valoracions a partir de les dades més recents del *World Uncertainty Index*, (Fons Monetari Internacional; vegeu Gràfic 7), així com dels esdeveniments i declaracions susceptibles d'alterar de forma apreciable el context geopolític internacional i que afecten potencialment de forma apreciable l'economia mundial.



Gràfic 7.- Evolució de l'Índex d'Incertesa Global (Fons Monetari Internacional)



Font: elaboració pròpia. Dades: Fons Monetari Internacional

b.- **Clima econòmic:** es defineix, per a cadascun dels factors determinants i considerant el moment de redacció de l'informe, una escala de colors des del nivell més negatiu/contractiu per a l'evolució de l'economia mundial (roig), fins al més positiu/expansiu (blau), en l'ordre següent:



c.- **Tendència:** s'indica l'evolució previsible, des del moment de redacció de l'informe i en el curt termini (3-6 mesos següents), per a cadascun dels factors determinants, amb opcions de millora (↑), estabilitat (↔) o deteriorament (↓) per als mateixos.



Decàleg de situació

I.- L'economia internacional es troba en el moment més delicat des del final de la Gran Recessió. Les previsions de creixement, revisades sistemàticament a la baixa durant els últims mesos, apunten a taxes globals en l'entorn i fins i tot inferiors al 3%, per a 2019 i 2020, xifra clarament inferior al creixement potencial de l'economia mundial, i la més feble des de 2009. El que fins a fa poc s'entenia (probablement, amb cert eufemisme), com un "ajust de meitat del cicle" o com un "xicotet sot" (soft patch), s'ha convertit en un evident alentiment... com a mínim. Cal recordar que, encara que prolongada, la fase actual de creixement ha sigut inequívocament feble des d'una perspectiva històrica.

II.- En el sector manufacturer occidental no cal parlar d'un altre concepte que no siga el de recessió. Tant els indicadors d'activitat com els de confiança apunten a la caiguda present, i en un futur pròxim, de producció, treball i exportacions. Els mateixos dubtes sobre el creixement, les turbulències comercials i els problemes singulars de la crucial indústria de l'automòbil (tenallada pels canvis normatius generats en la transició cap al vehicle elèctric, una intensa i ja històrica sobre capacitat de producció a nivell global i els problemes específics que afecten alguns dels grans productors) són els factors bàsics a l'hora d'explicar eixa recessió.

Encara que, des d'alguns àmbits, s'insisteix en el pes limitat del sector manufacturer en els països desenvolupats als inicis del present segle XXI, tant en valor afegit com en treball (xifres que oscil·len entre poc més del 10% als Estats Units o França i un poc més del 20% a Alemanya i Japó, amb Espanya en una posició intermèdia), no cal oblidar el paper essencial del sector en termes d'exportacions, desenvolupament tecnològic i efecte arrossegament sobre les activitats de servicis. I, molt especialment, es encara un nínxol de treball essencial per a treballadors de qualificació intermèdia, un dels pilars de la classe mitjana occidental, ja molt danyada pels processos de globalització i automatització de les últimes dècades. Per tant, encara que, tècnicament, el sector secundari no pot generar una recessió global, l'impacte de la considerable feblesa actual serà apreciable en diversos àmbits (incloent-hi, certament, el de transport marítim).

III.- Els factors conjunturals a què cal atribuir este període de feblesa són les tensions geopolítiques i, especialment, les de tipus comercial (guerres aranzelàries, en particular, però no solament, entre Xina i els EUA, el retorn de la "guerra de divises", les previsible conseqüències comercials del Brexit...). L'indicador de referència del Fons Monetari Internacional dedicat a capturar estos factors causants d'incertesa (*World Uncertainty Index*) estan en el màxim històric.

Encara que els discursos públics dels principals actors polítics implicats en eixos enfrontament ofereixen molt poques expectatives de millora, no convé oblidar que els efectes negatius de les decisions adoptades es poden convertir en l'esperó més efectiu per a començar a revertir-les. Per exemple, tant la necessitat de l'Administració Trump d'evitar un deteriorament econòmic que condicione de forma adversa les possibilitats electorals de l'actual President en novembre de 2020, com els riscos d'una forta desacceleració del creixement per al transcendental canvi de model de creixement xinès, i la no menys remarcable transformació en l'aplicació pràctica de la jerarquia de poder en el país, introduïts ambdós per Xi Jinping, podrien ser la clau d'una distensió, al menys parcial, de l'enfrontament comercial entre ambdós països. A més, no podem descartar que, amb els recursos - de perfil diferent - d'un mandatari i de l'altre per a transmetre als seus ciutadans com a victòria el que no n'ha sigut cap, sinó una sèrie de maniobres perniciosos per a tota l'economia mundial, ambdós es pogueren declarar, simultàniament, triomfadors d'eixe enfrontament.

Sense llevar cap rellevància a eixos aspectes conjunturals, no hem d'obviar els factors estructurals que segueixen sense resoldre's des de la Gran Recessió o fins i tot abans (nivells inassumibles de deute tant públic com privat acumulats, dependència per al creixement d'una laxitud monetària sense precedents, absència de reformes estructurals que facen front als transcendents reptes demogràfics, tecnològics i mediambientals que amenacen l'economia - i la societat - mundial), perquè eixos llastres estructurals dificulten la resposta als factors de crisi més conjunturals.



IV.- Conseqüència de tot el que hem esmentat abans, no és sorprenent que les dades més preocupants de creixement per al trimestre actual i els futurs corresponguen a l'Eurozona i a Japó. Unint taxes de creixement potencial molt baixes per factors estructurals llargament presents i escassament afrontats, amb la condició de potències exportadores (la seua quota en el comerç mundial excedeix llargament el seu pes en la producció global), es pot entendre que es percep l'amenaça de la recessió (amb la qual Alemanya ja flirteja en el moment de redactar estes línies) com particularment acusada. Però, també, el creixement dels Estats Units i d'altres països desenvolupats s'està veient greument afectat per l'escenari descrit.

V.- Encara que les dades de creixement previstes per als països emergents principals són, previsiblement, molt superiors a les dels països OCDE, l'alentiment econòmic de Xina (unit tant o més a l'intent de frenar els excessos crediticis i d'augment del deute privat i dels governs locals dels darrers anys, com als problemes comercials amb els Estats Units) i a Índia (fruit sobretot de problemes estructurals interns, no només econòmics), està sent apreciable. El creixement recent indi és el més feble en sis anys, el xinès, en tres dècades. És especialment interessant l'aposta de les autoritats xineses per estímuls, tant fiscals com monetaris, que reanimen el creixement, davant d'eixe interès major per frenar els desequilibris acumulats que dominava fins a fa uns mesos.

La resta d'Àsia emergent comença a veure's afectada tant per la disrupció que les mesures proteccionistes introdueixen en les Cadenes de Valor Global que han beneficiat a estes economies en les dues últimes dècades com per la menor estirada de la demanda de la que cada vegada més és el seu client principal, Xina, circumstància que afecta igualment els exportadors de matèries primeres de gran part del món en desenvolupament. Malgrat això, alguns d'eixos països asiàtics (Vietnam i Bangladesh són, fins ara, els exemples més conspicus) es poden beneficiar del desplaçament d'activitat productiva des de Xina per a eludir les noves tarifes dels EUA, però les quantitats són moderades en termes absoluts i el procés pot transformar eixos països en l'enèsim objecte de la ira de l'Administració Trump.

Indonèsia sembla l'única de les principals economies mundials (actualment, setena en grandària, en termes de paritat de poder adquisitiu), amb un creixement robust i estable (de forma continuada, un ritme anual entre el 5% i el 6%), recentment amb el suport del Banc Central, que ha adoptat una deriva expansiva per tractar d'assegurar-ne la continuïtat.

VI.- Les circumstàncies en els grans països emergents fora del continent asiàtic són bastant més preocupants que en el mateix. Els màxims responsables polítics d'aquells situats entre les vint primeres economies mundials en termes de PIB semblen estar més centrats en combatre espectrals conspiracions internacionals amb suports interns (Turquia, Rússia), evocar revolucions d'altres segles (Mèxic) o enemistar-se amb propis i aliens (Brasil) que en adoptar les mesures necessàries per a superar els greus dèficits estructurals que tenallen el creixement econòmic als seus països, certament pobre en els casos esmentats.

La molt limitada rendibilitat de les inversions financeres a Occident (llevat d'aquelles amb riscos evidents), està afavorint l'existència de fluxos de capital de certa intensitat cap al món emergent i en desenvolupament, cosa que permet dissimular, però no canviar, la situació preocupant a què hem fet referència. Com la Història, la recent i la no tant, ha demostrat, eixos fluxos es podrien revertir al mínim senyal d'alarma, el que conduiria a eixos països directament a la recessió. Cal recordar que, fins i tot amb eixa bonança relativa dels fluxos de capital "downhill", hi ha economies, des d'Argentina fins a Sudàfrica, ja en situacions difícilment sostenibles.

VII.- L'ús de la política monetària, tant convencional com no convencional com a fórmula principal per a intentar sostindre el creixement econòmic (primer, en el món desenvolupat i, cada vegada més, en l'emergent), ha alterat de manera extrema el comportament de la corba de tipus d'interès, a més del nivell d'estos. En el període recent, molts comentaristes s'han fixat en eixa alteració de l'estructura normal dels tipus d'interès, a causa d'una regularitat històrica (en realitat, més o menys vàlida únicament per als Estats Units) que mostra que la inversió de la corba de tipus (amb els de llarg termini per davall dels de curt termini) és una anticipació relativament fiable de les recessions.



Tanmateix, són les conseqüències del nivell actual d'interés a Occident, pràcticament a qualsevol termini, la qual cosa hauria de concitar més dubtes. Un rècord històric de 17 bilions de dòlars de deute públic que es negocien a tipus d'interés negatius (a terminis fins i tot de 30 anys per als països amb major credibilitat) constitueix l'expressió més eloqüent d'eixa situació. Els riscos que se'n deriven, entre altres, són l'adopció d'estratègies d'inversió d'alt risc, la volatilitat extrema dels fluxos de capital a la caça i captura de beneficis, per mínims que siguin (ja hem assenyalat el perill que això suposa, en especial per a alguns països emergents) i el desenvolupament de productes financers, més o menys nous, més o menys opacs, que pretenen amagar eixe risc inherent a la rendibilitat. El lector amb bona memòria recordarà que tots estos processos van estar lligats a la crisi financera més recent. Per descomptat, per a un món excessivament endeutat, la reversió (és a dir, la normalització) dels tipus d'interés podria provocar un col·lapse de magnitud que difícilment es podria predir.

VIII. De fet, el seguiment de la política monetària practicada pels principals (i els secundaris) Bancs Centrals del món permetria concloure que la seua extrema laxitud (cal recordar que al nostre Quadre de Clima Econòmic li atorguem el grau més expansiu, i amb tendència a accentuar-se) es percep com un fet quasi permanent, sense perspectives de reversió, no sols en curt termini, sinó ni tan sols en un generós termini mitjà. És més, abunden, des de tot tipus de fòrums, les propostes per a accentuar les injeccions de liquiditat nacional. Sobre els costos (en el món financer i en l'economia real) d'esta política monetària sense precedents, per intensitat i per durada de l'expansió, podem aprofundir en un futur Informe Trimestral en la nostra secció "Al microscopi".

En este punt, només cal assenyalar que la conversió en la norma del que fa tan sols una dècada era pura heterodòxia monetària, confont una situació d'emergència on esta heterodòxia va salvar l'economia mundial de la Depressió amb un estat on l'excepcionalitat siga permanent, ha convertit els Governos i els mercats en purament dependents dels continus i creixents estímuls dels Bancs Centrals. I això implica que la tan defensada independència d'estos respecte dels dos tipus d'agents citats siga, en la pràctica, com a mínim, cada vegada més dubtosa. Així que no ens ha de sorprendre que, des de les Administracions dels Estats Units o Turquia, passant per la d'Índia, es descalifique, o fins i tot es destituïska, els banquers centrals que no segueixen les directrius, per peregrines que siguin, dels respectius Presidents; o que alts executius dels grans fons d'inversió (Larry Fink, CEO de Black Rock, per exemple) inciten els Bancs Centrals a adquirir accions de forma massiva (política que, curiosament, beneficiaria de forma especial a eixos fons). Per altra banda, i més rellevant a curt termini, tots els estudis realitzats apunten que dosis addicionals d'eixes polítiques monetàries tenen cada vegada menys efecte sobre l'economia real.

IX. Tenint en compte l'escenari general descrit i l'esgotament palpable del recurs utilitzat en l'última dècada per a afrontar les dificultats de l'economia mundial (la política monetària), existeix un consens creixent en les línies d'actuació que permetrien, almenys, millorar els pronòstics. Evidentment, el primer pas seria passar de la confrontació a la cooperació, rebaixant les tensions comercials i geopolítiques que, com revela el nostre Quadre de Clima Econòmic i este mateix decàleg, són elements conjunturals que en major mesura estan il·lustrant el creixement.

Però el segon element, que també es reforçaria amb una coordinació internacional, particularment a Europa, passaria pel recurs a una política fiscal expansiva, certament no centrada en una despesa corrent descontrolada, que restaria molt més al futur del que aportaria al present, sinó a un Programa construït com a resposta als reptes estructurals que afronta l'economia mundial i que permetria unes taxes de retorn clarament superiors als tipus d'interés nuls (o negatius) actuals, fins a nivells més sans (el que, considerant el punt de partida, significa superiors). Eixe Programa s'hauria de centrar en les infraestructures físiques (no podem deixar de repetir que són ostensiblement necessàries, per exemple, a Alemanya o als Estats Units, no només en economies perifèriques) i tecnològiques, en transformar els processos productius i les societats en conjunt en funció dels reptes demogràfics i mediambientals tan crucials, i l'adaptació de treballadors, empreses i administracions a les innovacions sense precedents en sectors, tècniques i interaccions entre agents que comporta l'última onada tecnològica.

L'absència de mesures, encara sota la clamor en eixe sentit des de quasi cada racó, incloent-hi institucions internacionals i banquers centrals (i fins i tot la principal organització empresarial alemanya, adalil habitual dels superàvits pressupostaris), és alarmant i producte de diferents factors: primer, el moment



particularment baix d'acceptació de qualsevol iniciativa que impliqui cooperació internacional. Segon, la desconfiança d'alguns sobre la utilització adequada dels fons, ja que també existeixen veus, com hem apuntat, que esclaten per a proclamar la necessitat de més despesa pública, siga en el que siga. Tercer, que no tots els països estan en condicions d'emprendre eixa expansió (cosa que fa més important que siga coordinada), encara que, evidentment, amb els tipus d'interés actuals suportats pel deute públic, hi ha marge d'actuació per a moltes economies desenvolupades, i algunes emergents. Finalment, i encara que poc a poc es redueixen, hi ha veus convençudes de la inconveniència, en tot cas, d'una expansió fiscal amb els nivells actuals d'endeutament públic.

I, tanmateix, totes eixes objeccions tenen escassa solidesa davant de la necessitat d'actuar, tant davant del feble moment de la conjuntura global com davant dels reptes estructurals que hem citat i que es podrien abordar amb eixe Programa.

X. Els mercats de matèries primeres constitueixen, en general, un element, com a mínim, no desestabilitzant en l'escenari descrit (vegeu el nostre Quadre de Clima Econòmic i els gràfics de l'Annex). Per una banda, un creixement feble de forma generalitzada limita la demanda i, amb això, les tensions de preus. A més, fins i tot quan *shocks* geopolítics (Orient Mitjà) o transformacions tecnològiques massives (transició cap als vehicles elèctrics) generen estrangulacions d'oferta o pressió de la demanda, sempre sembla que hi ha recursos addicionals, encara que, òbviament, no necessàriament en els països més estables o en llocs d'extracció a baix cost, que entren amb promptitud en el mercat. Així, el liti, convertit no fa molt en objecte de tensions especulatives en previsió de la demanda derivada de les noves bateries d'automòbils, ha contemplat una caiguda de preu a la meitat en any i mig i una oferta addicional que pot estar a disposició del mercat en breu termini i que triplica la producció actual. Fins i tot l'impacte inicialment alarmant dels atacs sobre les refineries de petroli saudites de Khurais i Abqaiq en el preu del cru (amb puntes a l'alça del 20%) va ser ràpidament absorbit per l'existència de les reserves del mateix país, l'ús potencial de reserves estratègiques internacionals i el marge d'increment de la producció d'altres exportadors de cru.

Per descomptat, això no impedeix reconèixer que un conflicte durador en Orient Mitjà que provocara una escalada de certa magnitud i durada en el preu del petroli seria l'últim clau en el taüt de l'expansió econòmica iniciada després de la Gran Recessió, i que abocaria l'economia mundial a la recessió.

En tot cas, les úniques tensions dels mesos recents (més enllà de l'episodi puntual descrit més amunt) es corresponen amb el mercat de metalls preciosos, el que implica una reacció defensiva davant de l'amenaça de crisi econòmica i no un factor causant d'esta última.



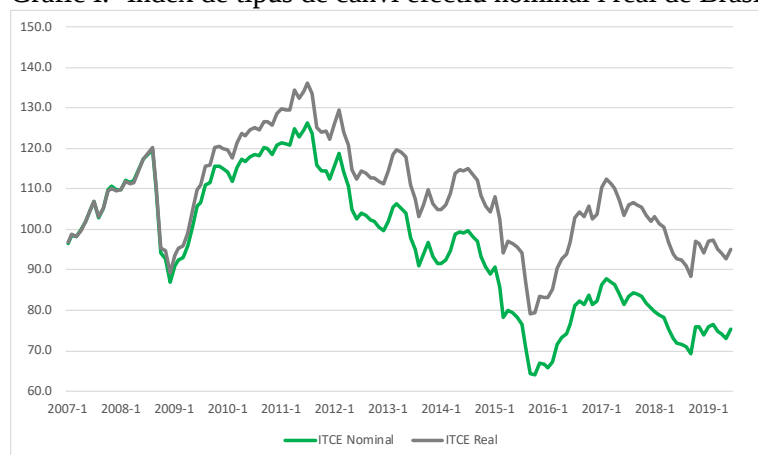
Al microscopi. La "Guerra de divises"

Una pràctica històrica amb una denominació innovadora... i cridanera

L'existència de devaluacions competitives (és a dir, ajustos forçats pels responsables polítics i econòmics d'un país per tal d'abaratir el cost de les exportacions i - encara que este no és un objectiu tan habitual i tendeix a respondre als interessos de grups més específics - d'encarir les importacions) es remunta tant en el temps com ho fan els tipus de canvi no estrictament lligats a un patró de referència, i malgrat existir, es produeixen estes actuacions, encara que exigisquen major justificació que en un esquema com l'actual en què cada govern estableix, sol o d'acord amb altres, el model de tipus de canvi que desitja.

Tanmateix, esta pràctica va aparèixer a la primera plana dels mitjans de comunicació en setembre de 2010, quan Guido Mantega, el Ministre de Finances brasiler d'aquell moment (en el càrrec entre 2006 i 2015) va introduir la idea de l'existència d'una "Guerra de Divises", llançada, des del seu punt de vista, pels països desenvolupats (en especial, els Estats Units, amb la Reserva Federal al capdavant) en adoptar tot tipus de mesures, particularment monetàries, des de les convencionals fins a les més noves, per tal de respondre als efectes devastadors de la Gran Recessió. La conseqüència d'este comportament era, com a mínim, doble, i molt preocupant per a països emergents com Brasil. Primer, la depreciació de divises com el dòlar restava competitivitat a les exportacions d'eixos països, en benefici dels Estats Units. Per altra banda, la mínima rendibilitat de les inversions en els països desenvolupats, considerant uns tipus d'interés mínims, provocava fluxos massius de capital (en gran mesura, a curt termini) cap a mercats emergents, el que causava tensions de preus, creixement excessiu del crèdit i, sobretot, greus riscos sempre i quan eixos capitals retornaven a Occident.

Gràfic I.- Índex de tipus de canvi efectiu nominal i real de Brasil (2007 = 100).



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc de Pagaments de Basilea.

Nota: Moviments a l'alça (baixa) impliquen apreciacions (depreciacions) del tipus de canvi efectiu

Com podem comprovar en el Gràfic I, el moment en què Guido Mantega va fer la famosa afirmació, el real brasiler estava en plena apreciació, pràcticament d'un 50% en termes nominals en menys de dos anys, agreujada en termes reals per la major inflació mitjana brasilera respecto dels seus socis comercials. Certament, els efectes apuntats pel ministre començaven a materialitzar-se (la taxa de creixement de les importacions brasileres de béns i servicis va ser més de quatre vegades major que la de les exportacions en 2010 i 2011). De fet, tant en l'àmbit acadèmic com en el dels *policymakers*, l'impacte sobre tercers països, en els àmbits del comerç i dels fluxos de capital de les polítiques monetàries extremadament expansives a Occident, s'ha assenyalat amb freqüència com a significatiu.

Tanmateix, i per desgràcia per al ministre de Finances brasiler i en suport del seus detractors (que van respondre a la seua proclama de la "Guerra de divises" afirmant que havia d'atendre més a les deficiències internes de l'economia brasilera que als efectes externs), com podem tornar a percebre en el Gràfic I, des de mitjans de 2011 es va produir una depreciació abrupta i prolongada del real (fruit d'eixes febleses internes i de la manca de reformes estructurals al país, així com de la perspectiva d'una propera,



que no ho va ser tant, modificació en la política monetària de la Reserva Federal), que va suposar la seua pròpia sèrie addicional de problemes per al país. En la mesura en què eixa depreciació acusada va ocórrer igualment no molt després per a altres grans emergents (Índia, Indonèsia, Turquia, Sudàfrica, el que va donar lloc a l'etiqueta de "Els cinc febles"), el concepte de "Guerra de Divises" va quedar aparcat durant un temps.

Per què “guerrear”?

Evidentment, adoptar mesures (vegeu epígraf següent) que provoquen la devaluació de la moneda no és una actuació ben rebuda pels socis comercials (i s'inclouen en les molt expressivament anomenades "polítiques d'empobriment del veí"), el que pot donar lloc a represàlies. A més, una divisa que perd valor encareix les importacions, que poden ser insubstituïbles en alguns casos, com ocorre en molts països en el cas dels hidrocarburs. Si hi afegim el risc d'inflació, la pèrdua de poder adquisitiu dels ciutadans del país i la possible eixida de capitals (gens amics de processos inflacionistes o de pèrdues de valor de les inversions, si estes s'han realitzat en la moneda del país i sense cap clàusula de cobertura davant de moviments canviaris), semblaria que els inconvenients d'iniciar una devaluació competitiva són massa com per a moure's en eixa direcció.

Tanmateix, la freqüència d'eixos components implica que s'anticipen beneficis superiors als costs (que a la fi siga així és molt discutible i depén de cada cas). L'impuls que una moneda feble suposa per al sector exportador (i per al turístic) és la clau d'eixa visió. Este factor resulta singularment important en situacions de fort endeutament en l'economia (situació habitual fa una dècada, en esclatar la crisi, i també en l'actualitat). Els components de la demanda interna queden afeblits davant d'una acumulació de deute per part de les famílies (el consum privat), les empreses (la inversió privada) i/o el sector públic (consum i inversió públics); en este escenari, l'últim component de la demanda, l'exterior, les exportacions, esdevé crític.

Quan la crisi afecta una economia, però no els socis comercials, la pèrdua de valor de la seua moneda no resulta tan perjudicial per a eixos socis i, de fet, en absència d'interferències, el mateix mercat de divises provocarà la depreciació d'esta moneda. Les economies en dificultats no són atractives, el que provoca eixides netes de capital i la depreciació esmentada, que, precisament, ha de ser un element de correcció d'eixes dificultats. Però quan es tracta d'una crisi generalitzada, els esforços de devaluació enfronten uns països amb uns altres, el que provoca eixa "Guerra de Divises", on és difícil trobar guanyadors. En tot cas, l'avantatge sempre serà per a qui disfruta del privilegi d'oferir la divisa internacional de referència i, amb això, marcar, en certa mesura, les regles del joc. Per tant, els Estats Units.

Com afeblir una moneda?

Existeixen fórmules diferents per a forçar la depreciació de la pròpia moneda, més o menys (o gens) subtils. La més immediata és la intervenció directa en els mercats de divises, estratègia habitual de diferents països asiàtics (més endavant en esta anàlisi, tractarem el cas específic de Xina) en diferents moments durant les dècades passades. Per a això, cal vendre la pròpia moneda enfront de (adquirint, per tant) divises estrangeres, generalment dòlars o euros. Cal recordar que, mentre les intervencions per a reforçar la pròpia moneda tenen un límit evident (en eixe cas, es tracta de vendre divises fortes contra la nacional, i això està constret per l'existència de reserves d'eixes divises), i moltes vegades condemnades al fracàs, no existeix cap límit a priori per a la quantitat de moneda pròpia que es pot crear per a afeblir-la (ja hem apuntat abans els inconvenients d'esta estratègia, però si es consideren inferiors als seus beneficis, es pot implementar sense cap restricció predeterminedada).

Una segona opció, a la qual van recórrer alguns grans països emergents (Brasil, Índia) al principi d'esta dècada, dirigida essencialment a frenar els moviments de capital a curt termini, radica en l'establiment de límits a l'entrada, a l'àmbit d'inversió o a la possibilitat de repatriació d'eixos capitals, i/o fixar impostos sobre estos fluxos a curt termini. Este procediment, entés més com una mesura defensiva enfront dels riscos derivats de l'extrema mobilitat d'eixos fluxos financers que com un verdader esforç de devaluació competitiva de la moneda, s'han vist en els darrers anys amb major simpatia fins i tot per part d'institucions com el Fons Monetari Internacional, en particular com a instrument d'última instància en suport d'altres mesures estabilitzadores per part de països emergents.

Finalment, i encara que mai s'han presentat com a mesures destinades a manipular els tipus de canvi (almenys pels banquers centrals que les articulen), les reduccions fins a mínims històrics dels tipus d'interés i la injecció sense precedents de liquiditat (ja siga per a adquirir deute públic i/o privat o per a augmentar el



crèdit), ha sigut la recepta que, des dels Estats Units fins a l'Eurozona, passant per la gran majoria de la resta dels països occidentals, ha pressionat a la baixa el valor d'unes divises de les quals s'han inundat les respectives economies. En la mesura en què estes divises, en particular el dòlar nord-americà, tenen una dimensió global i l'evolució del seu valor genera efectes significatius en nombrosos països, esta via és la que va causar l'esmentada declaració pública del ministre de Finances de Brasil.

! per què no fixar els tipus de canvi?

Si les intervencions per a alterar el comportament que oferta i demanda determinarien per a les diferents divises són habituals i conflictives, no es podria resoldre el problema recuperant sistemes de tipus de canvi fixos, ja vigents en distints moments de la Història, sense anar molt lluny, entre 1945 i 1973, sota el paraigües dels acords de Bretton Woods? Encara que els partidaris d'esta alternativa tenen els seus arguments (el de l'estabilitat n'és el més rellevant) hi ha dos grans problemes per a articular-la en l'actualitat. El primer, institucional, dividit al seu torn en dos aspectes: per una banda, no existeix cap moneda o *commodity* (a l'estil de l'or en períodes precedents) que puga servir com a patró en un món amb els moviments actuals de béns, servicis i capitals, i no dependent de governs concrets (els Drets Especials de Gir del Fons Monetari Internacional, més enllà d'un nom infame, no deixen de ser una cistella de les principals monedes nacionals). Per altra banda, no existeix cap institució internacional amb la credibilitat necessària per a gestionar un sistema en què, cal recordar, fixos no significaria immutables, perquè caldria autoritzar devaluacions i revaluacions de les paritats en circumstàncies econòmiques que ho exigiren.

Precisament, el segon problema d'una fixació dels tipus de canvi és que la seua mobilitat és un mecanisme d'ajust automàtic davant de situacions de crisi, que desapareixeria. Com ja hem indicat, si el lliure joc d'oferta i de demanda deprecia les monedes dels països amb problemes, la capacitat competitiva millorada serveix d'instrument per a la recuperació (sempre que no es tracte d'un país estratègicament dependent d'un volum elevat d'importacions, que s'encaririen en el pitjor moment). És més, un sistema de tipus de canvi fixos obligaria la política monetària d'un país en dificultats a sostenir les paritats de la seua divisa i, probablement, a elevar els tipus d'interés per a frenar la tendència a la depreciació, actuació que agreujaria la crisi. La pèrdua de dos instruments de política macroeconòmica (canviari i monetari) sembla un cost massa elevat a canvi de garantir l'estabilitat canviària i evitar les devaluacions competitives. La catàstrofe sofrida per diversos països del sud-est asiàtic a finals dels anys noranta, obligats pel Fons Monetari Internacional a defensar (incloent-hi augments dels tipus d'interés fins a nivells estratosfèrics) les seues paritats amb el dòlar, va posar ben de manifest la gravetat d'eixa pèrdua. No pocs experts situarien el col·lapse de l'economia grega a partir de 2010 com un exemple addicional, encara que en este cas els factors estructurals de la causa són molt més profunds i persistents que la disponibilitat o no de tots els instruments macroeconòmics de resposta. Per últim, els tipus de canvi fixos són susceptibles, per poc que els fonaments de l'economia es desvien de les paritats establides, d'atacs especulatius, alguns dels quals han passat a la Història econòmica quasi com un cartell pugilístic (George Soros vs. Banc d'Anglaterra, en 1992).

Per tant, podríem tendir a pensar que, més que renunciar als avantatges de la flexibilitat (a menys d'estar immers en un procés d'integració monetari i econòmic ben pensat), caldria buscar alguna altra alternativa. Tornarem a tractar este tema més endavant.

El retorn de la "Guerra de Divises": Xina i la manipulació canviària

El terme encunyat per Guido Mantega s'ha tornat a posar de moda en este any 2019, en este cas en boca (o en *tweets*) de Donald Trump, acusant Xina (i, posteriorment, el Banc Central Europeu) de devaluacions deslleials del renminbi (i de l'euro). Encara que el cas europeu sembla més un esforç injust de pressionar la Reserva Federal a moure els tipus d'interés segons el que l'Administració nord-americana estima que és més adequat, les acusacions de manipulació canviària per part de Xina tenen ja una llarga història. Estan justificades?

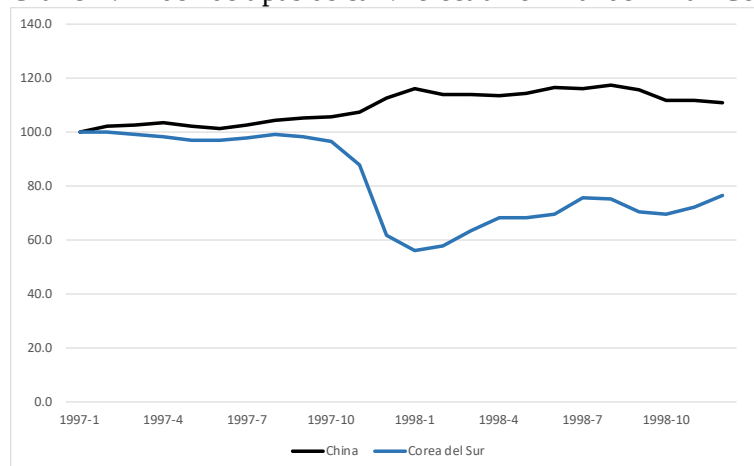
Evidentment, el singular esquema canviari del renminbi no és un model de transparència. Consisteix a deixar al mercat la possibilitat d'assolir una limitada oscil·lació diària (a l'alça o a la baixa), en teoria respecte d'una cistella de divises amb ponderacions desconegudes, en la pràctica sembla que respecte del dòlar nord-americà, per a iniciar la cotització de la jornada següent amb un tipus de canvi que no té necessàriament cap relació amb allò determinat (sota restriccions) pel mercat del dia en qüestió. Per tant, es tracta d'un exercici d'opacitat i d'intervenció permanent que obri de bat a bat les portes a eixes denúncies de manipulació. Tanmateix, quan observem la trajectòria del renminbi i les actuacions de les autoritats xineses en l'últim quart



de segle, la perspectiva és bastant diferent.

Així, durant la crisi asiàtica iniciada l'estiu de 1997, Xina va permetre fins i tot una certa apreciació de la seua moneda, davant de les fortes depreciacions experimentades pels països (veïns i socis comercials) castigats per l'eixida massiva de capitals que va ser la major manifestació (externa) de la crisi (vegeu al Gràfic II la molt diferent evolució del renminbi i del won coreà, com a exemple). Un comportament més oportunista per part de Xina haguera complicat la recuperació del sud-est asiàtic, encara que és cert que, en aquell moment, el pes del comerç exterior xinès (el país encara no estava integrat en l'Organització Mundial de Comerç) era molt menor que actualment, i també, amb això, el cost de permetre eixa apreciació del renminbi.

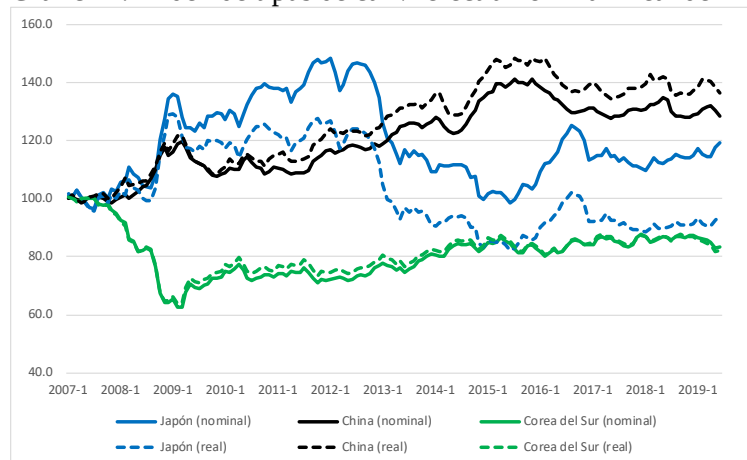
Gràfic II.- Índex de tipus de canvi efectiu nominal de Xina i Corea del Sud (1997:1 = 100).



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc de Pagaments de Basilea.

Nota: Moviments a l'alça (baixa) impliquen apreciacions (depreciacions) del tipus de canvi efectiu

Gràfic III.- Índex de tipus de canvi efectiu nominal i real de Xina, Japó i Corea del Sud (2007 = 100).



Font: elaboració pròpia. Dades: Banc de Pagaments de Basilea.

Nota: Moviments a l'alça (baixa) impliquen apreciacions (depreciacions) del tipus de canvi efectiu

Des d'una perspectiva més prolongada, cal destacar al Gràfic III l'ostensible apreciació, tant nominal com real, de la divisa xinesa des de la Gran Recessió, en clar contrast amb altres dues economies asiàtiques (amb nivells de renda sensiblement majors), també propenses a la intervenció canviària, i que han estat molt menys criticades en este àmbit, almenys en els darrers anys. Així, mentre que el renminbi s'ha apreciat un 30% en este període (40% si hi afegim el diferencial d'inflació), la forta apreciació del ien en els primers anys després de la crisi ha estat revertida des de 2012 per les actuacions de l'Administració Abe i la política monetària més expansiva del món (a la qual cosa cal sumar la competitivitat guanyada amb la taxa d'inflació virtualment nul·la de Japó). Curiosament, si arran d'estes dades calguera decretar un guanyador de la "Guerra de divises", seria Corea del Sud que, amb una economia que ha crescut de manera sòlida per al ja avançat nivell de desenvolupament del país, ha disfrutat d'una depreciació real i nominal d'un 20% en esta passada dècada amb pocs tocs d'atenció per part dels mandataris d'altres països.

Per tant, no sembla que Xina haja forçat especialment la seua moneda a la baixa en este període



crític de l'economia mundial. És més, són prou coneguts els episodis en què el Banc Central del país ha intervingut per a *reforçar* el renminbi, el més acusat dels quals va tindre lloc entre mitjans de 2016 i principis de 2017, quan les reserves de divises xineses es van reduir en més de 900.000 milions de dòlars (justificant un volum total pròxim als 4 bilions, que molts analistes consideren excessiu fins a abans d'este episodi), en un intent de combatre l'eixida de capitals privats com a resultat dels dubtes sobre el canvi d'aspectes bàsics del model econòmic i sobre la progressiva liberalització financera (o no) del país.

De fet, podríem extraure la impressió que el Govern xinès ha fet servir el que es revela, segons estes dades, com una acusació d'escàs fonament, almenys en comparació amb actuacions d'altres països per a depreciar les divises, incloent-hi els occidentals, per tal d'emascarar nombroses pràctiques de manipulació del comerç internacional, molt més perniciosos, il·legals en el marc de l'Organització Mundial de Comerç, i que sols recentment semblen haver-se posat amb nitidesa sobre la taula, donant a l'Administració Trump un dels únics arguments compartits per molts altres països (que, en gran part, de totes formes, s'oposen a les mesures unilaterals dels Estats Units). Transferència forçada de tecnologia a través de *joint ventures*, imprescindibles per a operar en el país; exportacions afavorides per pràctiques de *dumping* intenses i generalitzades; reserves de mercat i privilegis crediticis per a grans empreses públiques que, amb este suport, guanyen competitivitat internacional; violacions flagrants i permeses, quan no incentivades, de la propietat intel·lectual... tot això ha conferit a Xina avantatges competitius il·legítims i no frenats eficaçment pels esquemes internacionals existents. I sense necessitat de cap manipulació canviària. Cal corregir tot això de forma inequívoca, encara que tarifes indiscriminades i unilaterals no són la via adequada.

Un apunt final en este àmbit. Des d'alguns fòrums, es parla d'una certa ingenuïtat occidental des de l'entrada de Xina en l'OMC, permetent estes pràctiques perquè es pensava que, progressivament, a mesura que la seua inserció global augmentara, el colós asiàtic compliria per voluntat pròpia les normes internacionals acceptades. Sincerament, sembla molt més factible que la raó d'eixa permissivitat estiguera en els monumentals beneficis derivats de l'entrada en el mercat xinès per a les empreses occidentals, i no en eixa ingenuïtat pretesa. Quan la competitivitat de les companyies xineses comença a desplaçar bona part d'eixes empreses europees, japoneses i nord-americanes no només del mercat xinès, sinó del mercat global, ja no hi ha més marge per a la tolerància. Però no és fàcil revertir allò que es va permetre durant dues dècades.

Apunts per a una solució... poc factible amb el panorama internacional actual

Com evitar nous episodis de "Guerres de Divises", en un món on el ritme de creixement econòmic es ressent, i on el deute acumulat restringeix en la major part dels països, malgrat la intensitat de l'expansió monetària, la fortaleza de la demanda interna?

En una paraula, multilateralisme. Primer, per a acordar la necessitat d'evitar manipulacions canviàries, remetent les mesures específiques que pogueren tendir a això, a una revisió d'organismes internacionals, probablement amb el Fons Monetari Internacional com a candidat principal. La creixent flexibilitat del FMI en els darrers anys a l'hora de valorar mesures restrictives dels moviments de capital permet anticipar que, tant estes com les actuacions explícites per a devaluar les divises, s'analitzarien i autoritzarien (o no) sense un judici predeterminat.

En segon lloc, eixa mateixa perspectiva multilateral, ara basada en recuperar el funcionament efectiu de l'OMC, hauria de frenar (i revertir) la cataracta de mesures proteccionistes, sobretot aranzelàries, adoptades en els darrers trimestres, al mateix temps que abordar, amb l'exigència de correcció en un termini breu, algunes de les pràctiques inacceptables, abans esmentades, per a guanyar competitivitat internacional dutes a terme per Xina (cal assenyalar que no només per este país).

En tercer lloc, i més a mitjà termini, redefinir l'estructura de funcionament del Sistema Monetari Internacional, reduint el rol dominant del dòlar, ja siga en un esquema d'equilibri entre diverses divises dominants (no fàcil de desenvolupar i no necessàriament efectiu econòmicament), ja siga a través d'una autèntica moneda global (en este cas, les dificultats serien de caire fonamentalment polític i tècnic, en eixe ordre). Les decisions de les Administracions nord-americanes i de la Reserva Federal deixarien així de produir els efectes col·laterals tan significatius que actualment tenen en la resta del món.

Òbviament, en este moment no existeix ni la voluntat ni la credibilitat entre els principals actors del teatre internacional per a avançar en estes línies. Cal que el lector es prepare per a contemplar noves escaramusses (o, fins i tot, batalles?) en la "Guerra de Divises".





Editat per:



Panelistes:

