

Por qué devaluar el euro no es mercantilismo

[Christian Odendahl](#)

Una política monetaria más expansiva podría impulsar la recuperación de la eurozona.



El valor del euro es un tema de debate constante en los círculos políticos europeos. Ese debate sigue siempre el mismo modelo: los franceses o los italianos protestan por la fortaleza de la moneda porque perjudica a sus exportaciones; los alemanes rechazan sus alegaciones; el Banco Central Europeo (BCE) asegura que no se propone conseguir ningún valor concreto para el euro, porque su responsabilidad se limita a la estabilidad de precios; y los comentaristas internacionales indican que la eurozona es demasiado grande para desarrollar una estrategia basada exclusivamente en las exportaciones. Todos tienen algo de razón. Ahora bien, para impulsar una recuperación más amplia en la eurozona es necesaria una política monetaria más expansiva, en parte fomentando las exportaciones mediante un tipo de cambio inferior. No es una estrategia mercantilista, porque las importaciones también crecerán, sin duda, cuando se recuperen las rentas. La caída de 1,37 dólares a principios de julio a 1,27 dólares en estos

momentos es un buen comienzo, pero el BCE debe tomar medidas drásticas e innovadoras para rebajar el tipo aún más e iniciar una verdadera recuperación.

Una de las grandes ventajas de tener una divisa nacional es que, en periodos de debilidad económica, se devalúa y favorece las exportaciones. Esas devaluaciones no suelen ser el objetivo fundamental de las autoridades monetarias, sino un efecto secundario de una política monetaria más acomodaticia (o la perspectiva de que vaya a aplicarse): el banco central rebaja los tipos de interés, lo cual empuja a los inversores a buscar activos de rendimientos más altos en el extranjero, y eso debilita la moneda. Además de su efecto sobre las exportaciones, esa moneda debilitada suele generar también más inflación, porque las importaciones -por ejemplo, la energía- se encarecen. La mezcla de crecimiento económico más sólido, gracias a las exportaciones, y más inflación, debido a las importaciones, es lo que buscaba el banco central. Por eso la moneda es uno de los muchos aspectos en los que la política monetaria repercute en la economía.

En la actualidad, el euro es demasiado fuerte para la eurozona. Aunque existen varias formas de calcular el *valor razonable* de una divisa, la más fácil consiste en observar las tasas de inflación actuales y las perspectivas de crecimiento. En la eurozona ambos están, por distintas razones, en unos niveles excepcionalmente bajos. Dada esa debilidad, la política monetaria es demasiado estricta, y el euro sería más débil si dicha política fuera más agresiva. Si el euro es demasiado fuerte para el conjunto de la eurozona, desde luego es demasiado fuerte para las economías más débiles, como la de Italia. Cuando Francia e Italia lamentan la fortaleza del euro, en realidad están pidiendo una política monetaria más expansiva. Hablar de la moneda es una forma más sencilla de plantearlo.

Para Alemania, el euro podría estar incluso más fuerte que ahora; la mayoría de los cálculos consideran apropiado un valor de en torno a 1,40 dólares, a pesar de los niveles decepcionantes de crecimiento e inflación que experimenta el país. El motivo es que la demanda de bienes alemanes fuera de la eurozona, para la que es importante el tipo de cambio, no es la responsable de ese nivel de crecimiento e inflación. La causa es la debilidad de la demanda dentro de la eurozona, uno de los principales mercados de exportación de Alemania, y de la demanda interna alemana, que está creciendo, gracias al ligero aumento de los salarios y las buenas cifras de empleo, pero no con la suficiente rapidez. Un euro más fuerte, por sí solo, no debilitaría la economía germana.

Sin embargo, un euro más fuerte mejoraría los ingresos reales de los consumidores. Al fin y al cabo, un euro más fuerte permite comprar más iPads y pagar más vacaciones que un euro débil. Ese es el primer motivo de que los alemanes se nieguen a devaluar. El segundo es que

se necesitaría más flexibilización de la política monetaria, lo cual significa ahora, con los tipos de interés ya en cero, comprar bienes privados de riesgo y, más importante, deuda soberana, algo a lo que Alemania se resiste con todas sus fuerzas. No obstante, dado que para Alemania sería claramente beneficioso que la economía de la eurozona fuera más fuerte, a la hora de la verdad le interesa que haya más flexibilización monetaria y un euro más débil.

El BCE asegura que no pretende alcanzar ningún valor concreto para el euro y que su único objetivo es que haya una tasa de inflación “por debajo pero cerca del 2%”. Si bien es verdad, el valor del euro repercute en la tasa de inflación y el crecimiento: si la moneda pierde valor, bajan los precios de las exportaciones y suben los de las importaciones. La regla general es que una caída del 10% en el tipo de cambio ponderado del euro produce un aumento de la inflación del 1%. Los cálculos del BCE, por ejemplo, muestran que un valor del euro de 1,24 dólares al acabar 2016 (frente a 1,34 dólares en el momento de hacer esta proyección, lo cual corresponde a una caída del 3,9% en el tipo de cambio ponderado) aumentaría la inflación en entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales.

Puesto que parece que casi todos los demás canales de transmisión de la flexibilización monetaria no están funcionando como se preveía o se esperaba, la moneda sigue siendo un instrumento importante para estimular la economía, y el presidente del BCE, Mario Draghi, ha hablado en ese sentido recientemente. ¿Pero contribuirá a impulsar las exportaciones europeas, o incluso debería hacerlo? Al fin y al cabo, la eurozona es una gran parte de la economía mundial, y una estrategia de crecimiento basada en las exportaciones tendría que acabar absorbida por el resto del mundo a través de las importaciones, algo que podría ser imposible o, al menos, insostenible.

Aunque el sentido común pueda decir lo contrario, una recuperación basada en las exportaciones e impulsada por la depreciación de la moneda no necesariamente produce un aumento de las exportaciones netas (es decir, exportaciones menos importaciones), porque pueden utilizarse más ingresos de las exportaciones para importar bienes del extranjero. Ocurre sobre todo en una economía deprimida en la que las importaciones ya han sufrido una enorme contracción: las rentas son bajas y, por tanto, el consumo, la inversión y las importaciones son tan débiles que el incremento de ingresos estimula los tres y crea un círculo virtuoso de rentas nacionales en aumento y más importaciones. Las consecuencias para la balanza comercial son ambiguas. Por consiguiente, la depreciación del tipo de cambio puede ser el principio de una recuperación monetaria general, basada en una estrategia, que no lleve el superávit de exportaciones a niveles insostenibles. Es más, puede incluso reducirlo.

Dos ejemplos son Argentina y Japón. En 2002, cuando Argentina devaluó su moneda, las

exportaciones fueron un gran motor de la recuperación durante los primeros seis meses y aumentaron a un ritmo anual del 6,7%. Luego, sin embargo, las importaciones crecieron nada menos que un 50% (anualizado) durante los dos años entre mediados de 2002 y mediados de 2004, por lo que las exportaciones netas perjudicaron el crecimiento y redujeron de forma considerable el superávit comercial. Japón ha emprendido hace poco un amplio experimento de devaluación, dentro de su política de Abenomics. Aunque todavía no está claro si ha conseguido impulsar el crecimiento y la inflación, lo que es indudable es que, a pesar de la enorme devaluación del yen, no ha reforzado la balanza comercial japonesa.

Desde luego, cada caso es particular. La periferia de la eurozona tiene grandes volúmenes de deuda extranjera y necesita reducirlas. Eso exige tener durante un tiempo una balanza comercial positiva. Casi todos los países de la eurozona son sociedades que están envejeciendo con rapidez y, por tanto, tienen menos oportunidades de inversión que el resto del mundo. Eso significa que deben tratar de invertir en el extranjero, para lo que, una vez más, necesitan un superávit comercial. Además, el superávit de cuenta corriente de Alemania parece mantenerse a un nivel increíblemente alto, lo cual contribuye al superávit de cuenta corriente de la eurozona, que es ya de más del 2% del PIB (frente a aproximadamente cero antes de la crisis).

Sin embargo, es improbable que aumente el superávit de cuenta corriente si unos estímulos monetarios más agresivos causan la depreciación del euro. Como hemos dicho, las economías deprimidas del sur de Europa dejan ver que el impulso de la demanda en la eurozona reducirá el superávit comercial. Los efectos en el superávit de cuenta corriente de Alemania son ambiguos, pero un euro más débil también podría ayudar a reducirlo si los estímulos a los exportadores alemanes y el resto de la eurozona fortalecen la economía alemana, genera salarios más altos y, como consecuencia, rentas más elevadas y más importaciones.

En conjunto, hay muchos argumentos a favor de una mayor depreciación de la moneda y, por tanto, de una política monetaria más agresiva. Ahora que el euro está debilitado, parece que las medidas tomadas por el BCE en el pasado están funcionando, por fin, gracias al instrumento de la moneda. No obstante, no parece que esta tendencia hacia abajo vaya a prolongarse mucho más. Las monedas tienden a sobre-reaccionar: primero, los inversores abandonan las áreas con bajos tipos de interés, y eso hace que la moneda caiga, pero luego se revaloriza poco a poco. En Japón, la divisa se ha apreciado sin cesar frente a un crecimiento débil, una inflación muy baja y unos tipos de interés todavía más bajos.

La eurozona debe evitar esa trampa japonesa. Las últimas medidas del BCE no van a bastar seguramente para devaluar el euro por debajo del nivel actual de 1,27 dólares ni para estimular

suficientemente la economía. Para empezar, los bancos han utilizado muy poco hasta ahora (la próxima ronda será en diciembre) el instrumento más reciente propuesto para animarles a conceder préstamos a las empresas (las operaciones conocidas por sus siglas en inglés, TLTRO), en parte porque la demanda de nuevos préstamos por parte de las empresas es baja y las perspectivas de la economía de la eurozona no indican que vaya a aumentar a corto plazo. En segundo lugar, el plan del BCE para comprar bienes privados, aunque es un buen punto de partida, no tendrá ninguna eficacia si es una medida aislada, sin que el Banco eleve la inflación y las expectativas de ingresos de las empresas y los hogares.

Para proporcionar los estímulos necesarios para debilitar el euro, el BCE debe hacer dos cosas. Ante todo, debe dejar clara su intención de compensar la inflación actual, excesivamente baja (0,3% en septiembre) con una inflación ligeramente superior en el futuro, de modo que se alcance una inflación media del 2% durante los próximos cinco años. De esa forma aumentará la inflación futura, bajarán los tipos reales de interés y depreciará el euro. Es la estrategia denominada de estabilización del nivel de precios. En segundo lugar, para que su compromiso sea convincente, el BCE debería anunciar compras ilimitadas de determinados bienes escogidos -preferiblemente, bienes privados internos y bienes públicos extranjeros- hasta alcanzar el objetivo. Como aprendió el BCE cuando su famoso programa de operaciones monetarias directas detuvo el pánico en los mercados de bonos, las amenazas de intervención ilimitada de un banco central son mucho más eficaces que los pequeños ajustes en los mercados financieros. Con una estrategia similar, una promesa convincente y compras ilimitadas, los suizos consiguieron contener la apreciación del franco.

Con estas dos medidas -la primera, innovadora, y la segunda, drástica-, el BCE logrará ofrecer el estímulo monetario necesario para encaminar la eurozona hacia una verdadera recuperación, con un euro más débil y tal vez un superávit comercial más bajo. Por el contrario, sin nuevas medidas del BCE, el euro podría volver a revalorizarse, lo cual debilitaría a los exportadores, reduciría una inflación ya baja y desestabilizaría aún más la economía de la eurozona. La reacción política contra el euro y la UE podría volverse imposible de contener. Ha llegado la hora de que el BCE haga lo que sea necesario, una vez más.

*Este artículo en su versión original fue publicado con anterioridad en la página web del [CER](#).
Traducción de María Luisa Rodríguez Tapia*

Fecha de creación

13 octubre, 2014