

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Septiembre 24 de 2019

De Guerra-Comercial ampliada a Guerra de Monedas

En semanas recientes se ha venido recrudeciendo la tensión macro-financiera global. Tras la reducción de 50 pbs en la repo del Fed en los dos últimos meses, se esperaba algo de alivio en la tensión global, pero ello fue rápidamente contrarrestado por el anuncio de Trump de extender los sobre-aranceles. Estos sobre-aranceles, en el rango 10%-25%, alcanzarían US\$550.000 millones de comercio con China. Trump ahora habla de diferir dicha extensión sobre-arancelaria para finales de este año, buscando algún margen negociador que le sirva a su campaña reelectoral de noviembre de 2020.

Entre tanto, la cotización yuan-dólar se ha elevado a 7.1 frente al promedio de 6.8 de 2018. Esta devaluación yuan-dólar, que favorece las exportaciones de China, ha sido catalogada por el Tesoro de los Estados Unidos como una “manipulación cambiaria”.

Se trata de una acusación muy seria y, de ser cierta, estaría drenando el posicionamiento del yuan como eventual “moneda-global”. Devaluar artificialmente la moneda para favorecer su comercio se conoce como la teoría del “*beggar thy neighbor*” y ello tiene un largo historial. Intervenir la moneda (en vez de dejarla flotar) supone: i) actuar sustantivamente desde el tesoro o el banco cen-

tral para llevarla a valores deseados; y ii) esto supone ir en contravía de la posición que indicaría la balanza de pagos.

La información disponible indica que le será difícil a Trump probar que ha habido manipulación cambiaria (violando los dos principios arriba señalados). En primer lugar, la balanza de pagos de China hoy luce prácticamente en equilibrio, tras haberse evaporado superávits de 8-10% del PIB de décadas anteriores (ver gráfico 1). Ello es probablemente uno de los hechos macro-globales más importantes del último quinquenio, dadas sus connotaciones en materia de flujos de capital. China ahora busca atraer capitales (o por lo menos evitar sus fugas), lo cual implica revertir la hipótesis del llamado “*savings glut*” del período 2002-2008. Es claro que, actualmente, se tienen presiones devaluacionistas yuan-dólar debido a: i) los riesgos referidos a burbujas duales crediticias-hipotecarias; y ii) la desaceleración económica de China, pasando de tasas del 9% anual hacia 6% durante las dos últimas décadas.

Sin embargo, el Banco Central de China sí ha intervenido el mercado-cambiario, pero es tratando de frenar esas presiones devaluacionistas. Evidentemente, las autoridades no quieren repetir las volatilidades de 2015-2016, cuando los inversionistas se asustaron por la desvalorización de

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

sus inversiones (a pesar de estar incluida China en los índices-globales-MSCI), ver gráfico 2.

En un horizonte de mediano-largo plazo, China busca es: i) virar su economía del crecimiento exportador (con excesos de inversión) hacia su mercado de consumo interno; y ii) un mejor posicionamiento del yuan como potencial moneda de Reserva-Global, eventualmente formando parte de la canasta de los *Derechos Especiales de Giro* del FMI. Esto último implica favorecer su flotación cambiaria.

En síntesis, Estados Unidos agrava la situación al acusar a China de manipulador cambiario, desconociendo sus fundamentales macroeconómicos (*The Economist*, agosto 8 de 2019). Más aún, esto puede complicar las negociaciones comerciales referidas a propiedad intelectual y empresas tecnológicas y también las negociaciones políticas, hoy con graves ribetes en Corea del Norte, Taiwán y Hong-Kong, ver Summers (2019).

Son estas preocupaciones las que vienen alentando las recientes valorizaciones de los “activos refu-

gio”. Ello ha sido particularmente fuerte en los casos de: i) el oro, habiendo pasado de US\$1300/onza a US\$1500/onza (+17% en el último año); ii) los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (pasando el de 10 años a 1.8% vs. 3.25% un año atrás, aunque rondaron 1.5% semanas atrás); y iii) el dólar frente a las monedas duras (+4% real en los dos últimos años), ver *Informe Semanal* No. 1470 de julio de 2019.

En el caso de la renta fija, esos movimientos de los Tesoros han implicado una inversión de la llamada “curva de rendimientos” (desde mayo de 2019 en la variante Tesoros a diez años vs. notas de 3 meses y, de manera intermitente, en el último mes, en la referencia 10 vs. 2 años). Históricamente, esta “inversión de la curva” ha significado la inminencia de una recesión, la cual hoy tiene una probabilidad del 40% en el curso de los próximos 12-18 meses en los Estados Unidos. Difícilmente las rebajas del Fed podrán contrarrestar dicha incertidumbre comercial, pues evidentemente no es el “costo del crédito” lo que tiene paralizada la inversión empresarial, ver *Informe Semanal* No. 1474 de agosto de 2019.

