



El euro en la “guerra de las monedas”

Les notes du conseil d'analyse économique, no 11, Enero de 2014

Todo el mundo no puede tener una moneda débil en el mismo momento: si una moneda se debilita, es que otra, al menos, se encarece. De esta verdadera aritmética ha nacido el concepto de “guerra de las monedas”: una carrera a la depreciación monetaria que solo puede acabar mal. La realidad es sin embargo más compleja, ya que los principales bancos centrales de los países desarrollados siguen objetivos internos. Así mismo, el Banco Central Europeo (BCE) tiene por misión la estabilidad de los precios en la zona euro, mientras que la Reserva federal americana prosigue un doble objetivo de estabilidad de los precios y de pleno empleo. Sus tipos de cambio fluctúan libremente en el mercado, en función de la oferta y de la demanda. No son objetivos de política económica, sino de canales de transmisión de la política monetaria. En materia de “guerra de las monedas”, asistimos a una confrontación entre las políticas monetarias cuyos objetivos, estrategias y obligaciones varían de un país a otro.

Desde el otoño de 2012, el BCE se ha distinguido de sus homólogos, llevando a cabo una política monetaria mucho menos expansionista. En un contexto económico marcado por la desinflación, la debilidad de la recuperación y la fragmentación del mercado del crédito, la Nota realiza distintas propuestas en favor de una flexibilización monetaria en la zona euro. Un activismo así, por parte del BCE, debería ir a la par de una debilitación temporal del euro. Mediante un estudio econométrico original, los autores

estiman que una depreciación del euro de un 10 % incrementaría el valor de las exportaciones fuera de la zona euro del orden de un 7-8 %. No obstante, encarecería las importaciones manufactureras de aproximadamente un 3,5 %, sin reducción, a corto plazo, de los volúmenes importados. Los precios relativos teniendo un impacto tan importante como el del tipo de cambio, en las exportaciones, los autores subrayan sin embargo la importancia de reforzar la vigilancia sobre los efectos de las políticas públicas (retenciones obligatorias, coste de la energía, etc.) sobre los costes y los precios franceses. Según ellos, una depreciación temporal del euro, que acompañaría una política monetaria más expansionista, ayudaría a la zona euro a salir de una situación coyuntural difícil. Pero no cabe esperar una debilitación duradera de la moneda europea que no está probablemente muy alejada de su valor de equilibrio a largo plazo.

Para limitar los riesgos relacionados con el ciclo mundial del crédito, los autores proponen trasladar, a nivel de la zona euro, los principales instrumentos de regulación macro-prudencial, incluso cuando éstos suponen una diferenciación según los países. Son escépticos en cuanto a la utilidad de las declaraciones de los responsables políticos, tanto sobre el nivel del tipo de cambio, como sobre la factibilidad de una verdadera coordinación internacional de las políticas monetarias. Sugieren, no obstante, que se reexamine, a nivel multilateral, el concepto de “manipulación” de cambio, actualmente poco operativo.

Esta nota esta publicada bajo la responsabilidad de sus autores y solo les compromete a ellos.

^a École d'économie de Paris, Universidad de Paris 1, miembro del CAE ; ^b University of California, Berkeley ;

^c Sciences-Po eyt CEPR, miembro del CAE ; ^d École d'économie de Toulouse y IDEI, miembro del CAE.

Constataciones y recomendaciones

Constatación 1. Desde el 2008, el BCE ha llevado a cabo distintas políticas de flexibilización del crédito. También ha incrementado considerablemente el tamaño de su balance. Pero, a partir del otoño de 2012, el BCE se distingue de la Fed y del Banco de Inglaterra por una marcada disminución de su balance.

Constatación 2. La apreciación del euro, en el 2013, puede explicarse por anticipaciones de restricciones de facto de la política monetaria del BCE.

Constatación 3. Una depreciación del euro de un 10 % incrementa el valor de las exportaciones (fuera de la zona euro) del orden de un 7-8 %; pero encarece las importaciones (fuera de la zona euro) de aproximadamente un 3,5 %, sin reducción a corto plazo de los volúmenes importados. Una reducción de un 10 % de los precios en Francia, con respecto a aquellos de sus socios, tiene el mismo efecto en las exportaciones que una depreciación de un 10 % del euro.

Constatación 4. A comienzos del 2014, la situación coyuntural en la zona euro justificaría un euro transitoriamente más débil, en coherencia con una política monetaria más expansionista. Sin embargo, como el euro no está sobrevalorado, con respecto a las distintas normas de largo plazo, no cabe esperar una debilitación duradera del euro.

Constatación 5. Las declaraciones de los dirigentes políticos, para hacer variar el tipo de cambio, son generalmente ineficaces.

Recomendación 1. La situación económica de la zona euro justifica comprometerse en una expansión monetaria más sostenible: intervenir en el mercado de los créditos titulizados a las empresas, realizar operaciones de refinanciación de tipo VLTRO (*Very Long Term Refi Operation* - Operación de Refinanciación a Muy Largo Plazo) con vencimientos más largos y con colateral restringido a los títulos privados. Además, el BCE podría atarse las manos prometiendo mantener tipos de interés bajos y seguir con sus políticas no convencionales, mientras que la inflación media se mantiene inferior a un umbral explícito.

Recomendación 2. Para proteger sosteniblemente la zona euro de los flujos y reflujos de créditos excesivos, generados por la política monetaria americana, reforzar las prerrogativas del supervisor único, confiándole los principales instrumentos de regulación macroprudencial.

Recomendación 3. Los precios relativos teniendo un impacto tan importante como el del tipo de cambio en las exportaciones, hay que reforzar la vigilancia sobre los efectos de las políticas públicas (cargas sociales sobre los salarios, imposición, coste de la energía) sobre los costes y los precios franceses.

Recomendación 4. La coordinación internacional debería centrarse en la regulación financiera y en la gestión de crisis. Las acusaciones de “manipulación” de cambio deberían ser reexaminadas a nivel multilateral, para evitar que degeneren en guerras comerciales.



**conseil d'analyse
économique**

El Conseil d'analyse économique, creado acerca del Primer Ministro, tiene por misión ilustrar, mediante la confrontación de los puntos de vista y los análisis de sus miembros, las elecciones del Gobierno, en materia económica.

Presidenta delegada Agnès Bénassy-Quéré
Secretaria general Héléne Paris

Asesores Científicos

Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Jézabel Couppey-Soubeyran,
Manon Domingues Dos Santos,
Cyril Guillaume

Miembros Philippe Askenazy, Agnès Bénassy-Quéré,
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Brigitte Dormont,
Lionel Fontagné, Cecilia García-Peñalosa,
Philippe Martin, Guillaume Plantin,
David Thesmar, Jean Tirole, Alain Trannoy,
Étienne Wasmer, Guntram Wolff

Corresponsales Patrick Artus,
Laurence Boone, Jacques Cailloux

Directora de la publicación Agnès Bénassy-Quéré
Redactora jefe Héléne Paris
Publicación electrónica Christine Carl

Contacto Prensa Christine Carl
Teléfono: +33(0)1 42 75 77 47
christine.carl@cae-eco.fr