Dólar, yen y la infravaloración del yuan

foto: Jigal Fichnte / @Walter Eucken Institut

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld

Universidad de Friburgo y Walter Eucken Institute

Durante el parón informativo del verano, algunas noticias que, en otras circunstancias, no merecerían mayor atención, acaban llegando a los titulares. Y a veces, esto hace que se pasen por alto acontecimientos importantes. Como la reciente intervención coordinada de EE. UU. y Japón a favor del yen, que debería haber hecho saltar las alarmas. El Tesoro estadounidense vendió euros para comprar yenes, en estrecha coordinación con el Banco de Japón (BoJ). Esta última intervención se suma a las que llevó a cabo el BoJ en abril y mayo de este año, por un importe de casi 60.000 millones de dólares, para respaldar el tipo de cambio del yen. Sin embargo, el hecho de que esta vez se haya coordinado con EE. UU. solo puede describirse como un acontecimiento histórico. Tenemos que remontarnos a 1998 para encontrar algo parecido.

Este último acontecimiento no es sino un paso más del difícil proceso de ajuste de los mercados de divisas y de renta fija. Detrás de todo están los exorbitantes niveles de deuda que registran varios países. La deuda pública bruta de Japón asciende actualmente a casi el 210% del producto interior bruto (PIB). Este enorme endeudamiento público ha sido posible, en primer lugar, porque alrededor del 90% de la deuda del Estado japonés está en manos de tenedores nacionales, principalmente el banco central y otros acreedores japoneses (algo en lo que ha tenido mucho que ver, por ejemplo, la represión financiera ejercida sobre los fondos de pensiones). En segundo lugar, Japón dispone de un elevado patrimonio en el extranjero, con los correspondientes activos y rendimientos, lo que reduce la deuda neta en unos 70 puntos porcentuales, hasta el 140% del PIB. En tercer lugar, los inversores institucionales han contribuido a estabilizar la deuda pública japonesa endeudándose en yenes a tipos de interés bajos e invirtiendo en otras divisas con rendimientos más elevados en lo que ha supuesto un lucrativo carry trade.

Ahora, este entramado se está desmoronando. Las crisis energéticas derivadas de las guerras en Ucrania e Irán han obligado al BoJ a abandonar su política monetaria ultralaxa, y la larga etapa de deflación de Japón ha llegado a su fin. Entre 2022 y 2025, la tasa de inflación anual media osciló entre el 2,5% y el 3,5%; este año se espera que se sitúe en el 2,2%. Aunque no parezca mucho en comparación con la inflación que han registrado la eurozona o EE. UU. en el mismo periodo, supone un auténtico cambio de paradigma para Japón.

La población japonesa se está viendo duramente afectada por esta situación, dada la trayectoria que han seguido los salarios en los últimos años y el elevado porcentaje de personas mayores jubiladas. La fuerte depreciación del yen vuelve a alimentar la inflación, ya que Japón, al igual que Alemania, es importador neto de energía, pero se ve más afectado por el encarecimiento de los precios, denominados en dólares, debido a la debilidad del yen. Esto obliga al BoJ a seguir subiendo los tipos de interés. Los rendimientos de los bonos del gobierno japonés a largo plazo continúan en máximos, y subiendo, lo que somete la política fiscal a una presión cada vez mayor a causa del elevadísimo nivel de deuda pública.

El cambio en la estructura de tipos de interés está teniendo otro efecto secundario, al crear un incentivo para que los inversores japoneses reestructuren sus carteras y reduzcan sus inversiones en dólares. Después de la Reserva Federal, Japón es el principal acreedor de EE. UU. y posee un volumen considerable de deuda pública estadounidense. Si Japón vendiese sus bonos del Tesoro estadounidense, siguiendo el ejemplo de China, EE. UU. se vería obligado a pagar unos intereses más altos. Con una ratio de deuda pública de alrededor del 130% del PIB (en términos brutos), la Administración Trump no tiene ningún interés en que esto suceda y, por lo tanto, está dispuesta a intervenir.

Detrás de estos movimientos subyace un problema que ha ganado peso recientemente en el debate sobre la infravaloración del yuan chino: ¿hasta qué punto el valor exterior de una moneda es el resultado de los desequilibrios económicos estructurales de una economía? Gita Gopinath y Pierre-Olivier Gourinchas, ex economistas jefe del Fondo Monetario Internacional (FMI), y Hélène Rey, futura economista jefe del Banco de Pagos Internacionales (BPI), defendieron en The Economist que la infravaloración del yuan es consecuencia de un consumo privado insuficiente, relacionado con la persistente crisis inmobiliaria china. Brad Setser, del Council on Foreign Relations, replicó que este desequilibrio no cambia si el resto del mundo acepta la infravaloración del yuan. Más bien, la corrección del desequilibrio estructural debe lograrse mediante un cambio de la política cambiaria.

Sea cual sea el rumbo que sigan los mercados de divisas, existe el riesgo de que se produzca una nueva crisis financiera si no se corrigen los desequilibrios. Japón, al igual que Alemania, debe mejorar su atractivo entre los inversores privados. China debe corregir sus excesos de capacidad, tanto en el sector público como en el privado. Y EE. UU. debe enfriar el consumo privado para reducir su excesivo endeudamiento.

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld