



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**LA GUERRA DE DIVISAS:
TEORÍA Y EVIDENCIA EMPÍRICA**

Autor: Álvaro Mateu Sánchez-Ocaña
Director: Gonzalo Gómez Bengoechea

Madrid
abril de 2014

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|--|------|
| INTRODUCCIÓN | p.7 |
| 1. EL PAPEL DEL SISTEMA DE TIPOS DE CAMBIO EN LA POLÍTICA MONETARIA | |
| a. La Importancia a los Tipos de Cambio en la Economía Globalizada..... | p.9 |
| b. Breve Historia: Evolución del Sistema Monetario Internacional y los distintos Sistemas de Tipos de Cambio..... | p.10 |
| I. La Estabilidad del SMI durante la Era del Patrón Oro Internacional..... | p.13 |
| II. La Inestabilidad del SMI durante el Período de Entreguerras..... | p.16 |
| III. El SMI bajo el sistema de Bretton Woods..... | p.19 |
| IV. El SMI bajo el Sistema de Tipos de Cambio Flotantes | p.22 |
| V. El SMI actual y la variedad de sistemas de tipos de cambio..... | p.24 |
| 2. MANIPULACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO COMO VÍA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO “BEGGAR THY NEIGHBOR”. | |
| a. Aproximación Teórica al Concepto..... | p.26 |
| b. La Manipulación de los Tipos de Cambio..... | p.28 |
| I. Operaciones de Mercado Abierto (OMA)..... | p.29 |
| II. Operaciones en el Mercado de Divisas (<i>FXO</i>)..... | p.31 |
| III. Modificación de los Tipos de Interés..... | p.31 |
| IV. Controles de Capital..... | p.32 |
| 3. CASOS DE ESTUDIO. | |
| a. Estados Unidos..... | p.36 |
| I. Situación Macroeconómica y la Expansión Monetaria | p.36 |
| II. Efectos..... | p.39 |
| III. Críticas y debates sobre la devaluación del dólar..... | p.43 |
| b. Brasil..... | p.49 |
| c. Turquía..... | p.53 |

| | |
|---|-------------|
| d. Japón..... | p.57 |
| I. Situación Macroeconómica y la Expansión Monetaria..... | p.57 |
| II. Efectos..... | p.62 |
| III. Críticas y debates sobre la devaluación del yen..... | p.66 |
| 4. CONCLUSIONES..... | p.71 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | p.74 |
| ANEXO..... | p.84 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|------|
| <u>Figura I. Tipos de interés de los Fondos Federales EEUU (2007-2014)</u> | p.36 |
| <u>Figura II. Activos en el Balance de la FED (Ag.2007-Nov.2013)</u> | p.37 |
| <u>Figura II. Activos en el Balance de la FED (Ag.2007)</u> | p.39 |
| <u>Figura IV. Tasa de desempleo EEUU (2007-2014)</u> | p.39 |
| <u>Figura V. Tipos de interés a largo plazo EEUU (2007-2014)</u> | p.40 |
| <u>Figura VI. Oferta Monetaria M1 y M2 EEUU (2006-2014)</u> | p.41 |
| <u>Figura VII. Tipo de cambio dólar/principales divisas (2007-2014)</u> | p.42 |
| <u>Figura VIII. Tipo de cambio dólar/ divisas otros socios comerciales (2007-2014)</u> | p.42 |
| <u>Figura IX. Balanza Comercial EEUU (2007-2013)</u> | p.43 |
| <u>Figura X. Exportaciones EEUU (2007-2013)</u> | p.43 |
| <u>Figura XI. Exportaciones Totales Emergentes (2007-2013)</u> | p.45 |
| <u>Figura XII. Balanza Comercial Emergentes (2007-2013)</u> | p.46 |
| <u>Figura XIII. Entrada Flujos de Capital Emergentes (2007- 2013)</u> | p.47 |
| <u>Figura XIV. Entrada de Flujos de Capital Brasil (2006-2012)</u> | p.49 |
| <u>Figura XV. Tipo de cambio USD/Real, controles de capital e Intervenciones del Banco Central Brasil (2009-2012)</u> | p.50 |
| <u>Figura XVI. Exportaciones Bienes y Servicios Brasil (2007-2014)</u> | p.50 |
| <u>Figura XVII. Tipo de cambio USD/Lira (2011-2014)</u> | p.54 |
| <u>Figura XVIII. Tipos de Interés Oficiales Turquía (2011-2014)</u> | p.55 |
| <u>Figura XIX. PIB Real Japón y otros Países (2007-2012)</u> | p.57 |
| <u>Figura XX. Índices de Precios al Consumo e Inflación Japón (2005-2013)</u> | p.58 |
| <u>Figura XXI. Deuda pública Bruta y Neta de Japón y Países seleccionados (1985- 2015)</u> | p.58 |
| <u>Figura XXII. Ingresos, Gastos y Déficit Público Japón (1975-2013)</u> | p.59 |
| <u>Figura XXIII. Ingresos, Gastos y Déficit Público Japón (1975-2013)</u> | p.59 |

| | |
|---|------|
| <u>Figura XXIV. Reservas del BoJ Japón (2007-2014)</u> | p.62 |
| <u>Figura XXV. Oferta Monetaria M1 Y M2 Japón (2007-2014)</u> | p.63 |
| <u>Figura XXVI. Tipo de Cambio Yen/USD (2007-2014)</u> | p.64 |
| <u>Figura XXVII. Balanza Comercial, Exportaciones e Importaciones Japón (2007-2014)</u> | p.65 |
| <u>Figura XXVIII. Total Exportaciones (1) y Exportaciones sector electrónico (2) Japón, Corea y Taiwán (2008-2013)</u> | p.67 |
| <u>Figura XXIX. Número total de turistas (1) y Número de turistas chinos (2). Japón Corea y Taiwán (2008-2013)</u> | p.68 |
| <u>Figura XXX. Valor vs. Cantidad de las exportaciones Japón (2008-2013)</u> | p.69 |

ÍNDICE DE SIGLAS

BCE: BANCO CENTRAL EUROPEO

BoJ: BANK OF JAPAN (BANCO DE JAPÓN)

DB: DEUTSCHE BANK

EEUU: ESTADOS UNIDOS

EVI: EXTERNAL VULNERABILITY INDICATOR (INDICADOR DE VULNERABILIDAD EXTERNA)

FED: FEDERAL RESERVE (RESERVA FEDERAL)

FMI: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

FOMC: FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE (COMITÉ FEDERAL DE MERCADO ABIERTO)

FXO: FOREIGN EXCHANGE OPERATION (OPERACIÓN EN EL MERCADO DE DIVISAS)

G20: GRUPO DE LOS 20

G7: GRUPO DE LOS 7

M1 y M2: COMPONENTES 1 Y 2 DE LA OFERTA MONETARIA

MBS: MORTGAGE BACKED SECURITIES

OCDE: ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS

OMA: OPEN MARKET OPERATION (OPERACIÓN DE MERCADO ABIERTO)

OPEC: ORGANIZATION OF THE PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES (ORGANIZACIÓN DE LOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO)

PIB: PRODUCTO INTERIOR BRUTO.

QE, QE1, QE2 y QE3: QUANTITATIVE EASING (FLEXIBILIZACIÓN CUANTITATIVA) EN SUS DISTINTAS FASES

SMI: SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

TPP: TRANS-PACIFIC PARTNERSHIP

LA MANIPULACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y LA GUERRA DE DIVISAS

RESUMEN

Este trabajo aborda la cuestión de la “guerra de divisas” en la era posterior a la crisis financiera mundial (2008-2014). El concepto, acuñado en 2010, hace referencia a la manipulación de los tipos de cambio por parte de ciertos países, con objeto de obtener una ventaja competitiva, en perjuicio de sus socios comerciales internacionales. Se analiza la cuestión desde una doble perspectiva: una teórica, que parte de una revisión de la evolución del Sistema Monetario Internacional, y otra empírica, a través del estudio de cuatro casos reales. Además de proporcionar una definición precisa del concepto “guerra de divisas”, el trabajo logra establecer una relación causal entre el beneficio en forma de crecimiento económico que ha obtenido Estados Unidos al devaluar el dólar, y el perjuicio económico que han sufrido ciertos países emergentes.

Palabras clave: guerra de divisas, manipulación de los tipos de cambio, mercado de divisas, Sistema Monetario Internacional, era postcrisis, devaluación competitiva, controles de capital, Estados Unidos, Brasil, Turquía y Japón.

ABSTRACT

This paper addresses the issue of the “currency wars” on the aftermath of the global financial crisis (2008-2014). The concept, coined in 2010, refers to the manipulation of the exchange rates, carried out by certain countries in order to gain a competitive advantage, harming their international trading partners. The issue is analyzed from a double perspective: a theoretical one, which also reviews the evolution of the International Monetary System, and an empirical one, through the study of four real cases. As well as providing a precise definition of the “currency wars” concept, this paper manages to establish a causal relationship between the benefits in terms of economic growth gained by the United States after devaluing the dollar, and the harm that certain emerging countries have suffered.

Keywords: currency wars, exchange rate manipulation, foreign exchange market, International Monetary System, post- crisis era, competitive devaluation, capital controls, United States, Brazil, Turkey and Japan.

INTRODUCCIÓN

Desde la irrupción del capitalismo *laissez-faire* en el contexto económico internacional hasta nuestros días, no ha existido un lapso temporal en el que los sistemas económicos estuviesen totalmente libres de convulsión. Burbujas, pánicos, *shocks*, y depresiones han hecho acto de presencia con cierta regularidad desde la Edad Moderna. Los mercados de divisas no han quedado al margen de estos acontecimientos y, durante este período, han servido de cauce para el contagio de las crisis económicas de mayor calibre de la Historia.

El término “guerra de divisas” (en inglés *currency wars*) fue utilizado por primera vez por el ministro de finanzas de Brasil, Guido Mantega en septiembre de 2010. El político brasileño hacía referencia al programa de expansión monetaria llevado a cabo por Estados Unidos y conocido como *Quantitative Easing* (QE), que provocó la apreciación descontrolada de las divisas de otros países frente al dólar. Mantega pretendía alertar al mundo sobre las funestas consecuencias de la manipulación de los tipos de cambio, que se materializaban en una espiral de devaluaciones competitivas y medidas proteccionistas.

El término “guerra de divisas” no tardó en inundar los medios de comunicación por su hiperbólico y colorido significado. Sin embargo, al igual que muchas otras locuciones periodísticas, el vocablo carece de precisión y puede encerrar varios significados en distintas situaciones. Debido a la abstracción y falta de consenso en torno a su sentido, no es de extrañar que existan posturas totalmente opuestas en cuanto a la relevancia de la cuestión. La cuestión, pues, presenta un gran nivel de indeterminación en la actualidad.

En este sentido, se pretende esclarecer concepto la guerra de divisas, desde una perspectiva teórico-práctica. Además, el presente trabajo estudia la posible existencia de una relación causal entre los beneficios en términos de crecimiento económico que obtiene una nación que manipula su tipo de cambio para lograr una ventaja comercial, y el perjuicio de sus socios comerciales. Esto es, se busca verificar si en el actual periodo posterior a la crisis financiera mundial se han producido casos de crecimiento económico “de empobrecimiento al vecino”.

Para lograr estos objetivos se ha recurrido al estudio teórico y a la observación empírica de indicadores macroeconómicos. Destaca también el contraste de fuentes de muy diversa índole: estudios científicos, libros de texto, conferencias y noticias, entre otras. Se ha buscado la máxima objetividad y claridad en la redacción, poniendo especial énfasis en reflejar la realidad y evitando caer en el discurso fatalista o acusador.

La estructura del trabajo consta de una parte teórico-expositiva (primer y segundo apartado) y una segunda de observación empírica (tercer apartado). En el primer apartado se aborda el papel de los tipos de cambio como eje central de la política monetaria de un país, haciendo una revisión de su regulación durante la evolución del Sistema Monetario Internacional. En el segundo apartado se expone el concepto de crecimiento económico “de empobrecimiento al vecino” o “*beggar-thy-neighbor*”, provocado por la manipulación de los tipos de cambio. Se presentan también las cuatro medidas de política económica más utilizadas por las autoridades monetarias para influir y controlar el valor de su moneda. El tercer apartado contiene cuatro casos de estudio (Estados Unidos, Brasil, Turquía y Japón) que evidencian el aspecto práctico de los conceptos abordados, en el contexto económico postcrisis actual. Se han seleccionado intencionadamente los casos de dos economías desarrolladas que actualmente están implementando políticas monetarias expansivas que han distorsionado el mercado de divisas mundial, afectando especialmente a los países emergentes. Las conclusiones (cuarto apartado), además de verificar el cumplimiento de los objetivos propuestos, presentan las vulnerabilidades del actual SMI, las soluciones que pueden ser implementadas y los dos retos más inminentes a los que la economía mundial debe hacer frente con absoluta inmediatez.

1. EL PAPEL DEL SISTEMA DE TIPOS DE CAMBIO EN LA POLÍTICA MONETARIA.

a. La Importancia a los Tipos de Cambio en la Economía Globalizada.

En el mercado de divisas, el mayor mercado financiero del mundo por volumen de negociación, se compran y venden las monedas a un determinado precio o tipo de cambio. De este modo, puede definirse el tipo de cambio como el precio de la moneda de un país, expresado en relación a otras divisas extranjeras. El concepto de tipo de cambio hace referencia a la proporción en la cual una moneda puede ser convertida en otra distinta. Así, el tipo de cambio refleja el equilibrio entre la oferta y la demanda de una moneda. Ésta viene determinada por la demanda de los bienes y servicios del país emisor de la misma, lo que a su vez depende de los diferenciales de inflación y de tipo de interés entre países, del crecimiento del PIB y la evolución de otras variables. En este sentido, la política monetaria juega un papel decisivo para la evolución de los tipos de cambio (Rahnema, 2007).

La determinación de los tipos de cambio varía mucho según el sistema adoptado por las autoridades monetarias: existe un gran abanico de posibilidades entre la fijación absoluta de los tipos de cambio y su flexibilización total. En la práctica, no puede demostrarse la supremacía empírica de un determinado sistema, puesto que su idoneidad depende de las características del país concreto, enmarcado en su momento histórico determinado. No obstante, desde finales del siglo XX se ha observado una tendencia hacia la flexibilización de los tipos de cambio, mediante la cual, son las leyes de la oferta y la demanda las que determinan el precio de las divisas, con mínimas o inexistentes intervenciones estatales.

En el contexto económico globalizado actual existe un debate muy generalizado sobre la relación de los movimientos en los tipos de cambio y el crecimiento económico. La cuestión ha cobrado especial relevancia en la era post-crisis en la que vivimos hoy en día. Se ha demostrado que algunos países han implementado políticas con el objetivo de “desalinear” sus tipos de cambio del equilibrio fundamental. Al abandonar su equilibrio, la divisa podrá estar sobrevaluada (por encima del equilibrio) o devaluada (por debajo del equilibrio). La determinación del

equilibrio fundamental del tipo de cambio y la estimación de su grado de desalineación han sido dos de los retos empíricos más desafiantes del estudio económico de las últimas décadas. Algunos autores han propuesto diversos modelos para intentar afrontar ambos problemas (Edwards, 1989; Baffer, Elbdawi y O'Connell, 1997; Razin, 1997). Sin ánimo de profundizar en ellos, la relevancia de la cuestión para el presente trabajo radica en el papel de las autoridades monetarias en su contribución a dicha desalineación.

La intervención de los bancos centrales y otras autoridades en los sistemas de tipos de cambio fijo es clara y evidente: el precio de su moneda puede ser modificado unilateralmente, provocando su desalineación del equilibrio, en aras de la consecución de objetivos económicos internos. Por el contrario, la intervención en los tipos de cambio flotantes es más sutil. Las autoridades monetarias no pueden establecer un precio fijo para su moneda, pero sí pueden influir y canalizar la oferta o la demanda de la misma, a través de diversos mecanismos, manipulando así los movimientos del tipo de cambio.

La Historia ha sido testigo, en numerosas ocasiones, de naciones que han implementado políticas económicas destinadas a la manipulación de los tipos de cambio para potenciar su crecimiento y desarrollo económico. Actualmente, un gran número de países han vuelto a recurrir a este extremo para lidiar con las consecuencias de la crisis económicas de 2008 y recuperar la senda del crecimiento económico. La diferencia con el pasado es clara: en la actualidad el nivel de globalización es infinitamente superior al de los siglos anteriores. En consecuencia, la política económica de un determinado país y, en particular, la variación de sus tipos de cambio, tienen una gran repercusión en el contexto internacional.

b. Breve Historia: Evolución del Sistema Monetario Internacional y los distintos Sistemas de Tipos de Cambio.

La doctrina económica ha venido definiendo el concepto de Sistema Monetario Internacional (SMI) como el marco de reglas, regulaciones y convenciones que gobiernan las relaciones financieras entre países (Chacoliades, 1993). Profundizando más, McKinnon (1993) definió el concepto como “el conjunto de

mecanismos que gobiernan las interacciones entre las naciones y, en particular, la moneda y los instrumentos de crédito de las comunidades nacionales en los mercados de divisas, capital y materias primas.”

Robert Mundell (1972) abordó la cuestión partiendo de la diferenciación entre “orden” y “sistema”. Afirmó un orden monetario internacional es a un SMI como una constitución a un sistema político: el SMI puede ser observado como el *modus operandi* del orden monetario internacional.

Definido el concepto, es conveniente comprender que la conducta financiera externa de las naciones puede adoptar distintas formas de organización. Esto supone que, a su vez, los SMI puedan asumir diversas estructuras y reglas de funcionamiento. En este sentido, es razonable afirmar que los SMI que han nacido e imperado a lo largo de la Historia han sido fruto de la ideología política y económica, concretadas en acuerdos adoptados entre las potencias económicas. De la misma forma, el colapso de dichos sistemas ha sido provocado por un cambio en las “reglas del juego” impuestas por los principales participantes (Escrivá, García-Herrero, Nuño y Vial, 2008). En este orden de ideas, afirma Paul Krugman (1995), cualquier variación en la política monetaria, fiscal o de tipo de cambio de una nación tiene repercusiones en el contexto internacional debido a la interdependencia inherente de las economías abiertas. A su vez, dichas políticas se encuentran, en cierto modo, condicionadas por el marco de configuración establecido por el SMI vigente en el momento.

Como objetivos fundamentales, el SMI debe promover el desarrollo económico de los diferentes países y fomentar el crecimiento equilibrado del comercio mundial, la estabilidad financiera, el destino y la aplicación eficiente de los recursos financieros mundiales. Además debe ayudar a una equitativa distribución de la riqueza y alinear los niveles de precios entre los distintos países, logrando una inflación moderada. Sin embargo, siguiendo las explicaciones de Krugman, las naciones también tienen sus propios objetivos de desarrollo y crecimiento interno dentro de su política económica: pleno empleo de los recursos y estabilidad de precios (objetivos de equilibrio interno); y nivel óptimo de la balanza de pagos (objetivo de equilibrio externo).

El mayor problema al que se enfrenta la comunidad internacional se encuentra en lograr la conciliación entre la consecución de los objetivos internos y los del SMI en su conjunto. Se establece así, lo que Chacoliades (1993) denominó como la dualidad entre cooperación y rivalidad entre naciones. El elemento de cooperación surge de los objetivos comunes de un SMI, que promueven el mayor nivel de bienestar global. Por su parte, el elemento de rivalidad proviene de los objetivos internos divergentes de cada nación individual. Si no se logra establecer un límite a este segundo elemento, conciliándolo con el primero, pueden surgir serios conflictos a nivel internacional que terminarán perjudicando al conjunto de participantes. Según Dorucci y Mckay (2011), la clave se encuentra en crear un SMI que incentive la disciplina de las políticas internas, con vistas a lograr una situación estabilidad global. En ausencia de estos incentivos, las naciones tienden a la adopción de modelos de crecimiento insostenibles que perjudican al sistema, y en consecuencia, al conjunto de sus participantes.

En la teoría económica internacional se utilizan diversos criterios alternativos para clasificar un SMI. Dos de los criterios definatorios más relevantes son el papel de los tipos de cambio y la naturaleza de los activos de reserva. Para el propósito del presente estudio, es preciso profundizar en el primero. Así, la regulación sobre los tipos de cambio se convierte en un instrumento de política monetaria de extrema importancia a la hora de lograr los objetivos económicos de una nación y, por supuesto, los objetivos del SMI en su conjunto.

Los sistemas de tipos de cambio adoptados por las distintas naciones van a determinar sus políticas económicas desde sus principios más básicos y, en última instancia, definirán el SMI del momento. La elección de los sistemas de tipos de cambio ha evolucionado considerablemente durante el último siglo. A la hora de examinar el desarrollo del SMI a lo largo de este periodo, es preciso constatar al mismo tiempo la evolución de cada una las perspectivas teóricas sobre los sistemas de tipos de cambio que configuraron el SMI que conocemos en la actualidad. Asimismo, tal y como señala Peter Lindert (1994), “se puede aprender mucho de la historia de las relaciones entre las distintas monedas nacionales desde que se estableció el patrón oro en casi todo el mundo, hace ya más de un siglo.” La experiencia histórica enseña y arroja luz sobre los sistemas de tipos de cambio y nos

ayuda a comprender cómo son utilizados en la actualidad para lograr objetivos nacionales e internacionales.

I. La Estabilidad del SMI durante la Era del Patrón Oro Internacional.

El patrón oro internacional es un sistema en el que las monedas son libremente convertibles en oro, y viceversa, a tipos de cambio prácticamente fijos. Bajo este sistema, los residentes de un país son totalmente libres de importar o exportar este metal sin restricciones gubernamentales. Si bien desde la antigüedad el oro y otros metales preciosos han sido utilizados con fines monetarios, el establecimiento del sistema del patrón oro es relativamente reciente, ya que tiene su origen en el siglo XIX en Inglaterra, habiéndose mantenido intacto hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial. En realidad, Inglaterra había adoptado la convertibilidad de su moneda en oro un siglo antes, pero fue en la década de 1870 cuando un gran número de países (Alemania, Japón, Francia, España, Austria, Argentina, India y Estados Unidos entre, otros) decidieron imitar el sistema.

En opinión del historiador económico Gallarotti (1995), las naciones que se unieron al patrón oro disfrutaron de una serie de ventajas económicas mutuas: durante este tiempo florecieron el comercio y la inversión mundial, promoviéndose la especialización internacional y el bienestar global. La manipulación de los tipos de cambio fue extremadamente inusual, manteniéndose éstos muy estables, y se incrementó exponencialmente la movilidad del capital y del resto de los factores de producción. El mecanismo de la balanza de pagos funcionaba adecuadamente, sin sobresaltos, y los conflictos políticos entre países eran escasos. Este mismo autor califica esta etapa como la primera era de la globalización. En general, existe cierto consenso al destacar los beneficios económicos para el SMI durante esta etapa. No obstante, también debe otorgarse gran parte de este éxito a la tranquilidad que se vivió durante la era de preguerra. Sencillamente, la economía mundial no tuvo que soportar, ningún sobresalto de relevancia, como los que se experimentarían en épocas posteriores: Primera y Segunda Guerra Mundial, la Gran Depresión o las crisis del petróleo de la OPEC.

Parte del éxito del sistema del patrón oro se explica también por su simplicidad y eficacia. De hecho, ni si quiera era necesaria la existencia de un banco central que lo pusiera en práctica.¹ Bastaba con el compromiso de un gobierno de vender y comprar oro, a cambio de su moneda nacional, a un precio preestablecido. Las leyes de la oferta y demanda que determinaban el saldo de la balanza comercial eran las que proporcionaban el equilibrio al sistema de comercio internacional.

Una nación cuyas exportaciones superasen a sus importaciones (saldo positivo de la balanza comercial) lograría superávit. Simétricamente, este superávit se vería reflejado en el déficit comercial de otra nación cuya situación en el comercio internacional no fuese tan favorable. La nación deficitaria pagaría sus deudas comerciales enviando oro a la nación con superávit. Así, la oferta monetaria de la primera nación se contraería, provocándose la expansión de la oferta monetaria de la segunda. Como consecuencia, la nación con superávit empezaría a experimentar inflación mientras que la nación con déficit sufriría deflación. Al final, la situación inicial se vería revertida: la nación que inicialmente tenía un saldo negativo en su balanza comercial aumentaría sus exportaciones al ser sus bienes más baratos, entrando en situación de superávit comercial. En cambio, la nación que tenía superávit comercial inicialmente, vería como sus bienes subirían de precio como consecuencia de la inflación, disminuyendo así sus exportaciones internacionales y entrando en déficit comercial. De esta forma, el oro volvería a la nación que lo había perdido en un principio. Este sistema de ajuste automático se conoce actualmente como *price-gold-flow mechanism* y está basado en las propuestas de David Hume². El sistema funcionaba mediante el arbitraje de los mercados internacionales que compraban el oro infravalorado para venderlo en las naciones donde estaba sobrevalorado, sin necesidad de intervención de bancos centrales (Bordo y Schwartz, 1994).

¹ Tal y como demostró Estados Unidos, que no contó con la aún inexistente Reserva Federal durante toda la era del patrón oro.

² Hume propuso en el siglo XVIII un argumento lógico contra el Mercantilismo, conocido como el *price-specie-flow mechanism* que puede ser utilizado para explicar la lógica del patrón oro.

Sin embargo, en la práctica, el sistema no funcionaba tal y como se indica en la explicación teórica propuesta en las “las reglas juego”³. Tal y como demostró Bloomfield (1978), muchos bancos centrales no siguieron estas reglas no escritas, buscando prolongar las situaciones de superávit y la acumulación de oro a través de la manipulación de los tipos de cambio. De esta forma, las naciones con déficit no lograrían revertir su situación, adoptando políticas contractivas que perjudicarían el empleo sin conseguir aumentar significativamente sus reservas. Aun así, Bloomfield observó, con cierto desconcierto, que el sistema tendía al equilibrio de una manera constante, sin que aparecieran situaciones extremas. Tras investigar los sucesos, a priori incompatibles, demostró que el sistema se mantuvo en funcionamiento debido a la habilidad del Banco de Inglaterra para implementar políticas monetarias que controlaban los flujos de oro internacionales a corto plazo. Inglaterra, que era el prestamista más relevante del momento, podía contraer la oferta monetaria de todo el mundo a corto plazo. A su vez, podía permitirse acumular una cantidad de deuda comercial que no habría podido pagar con sus reservas de oro, confiando en su capacidad para atraerlo cuando fuese necesario. Así, el patrón oro logró combinar el superávit global de la mayoría de países con la fortaleza defensiva a corto plazo del principal país deficitario: Inglaterra.

Durante esta etapa, la opinión más extendida entre los participantes del SMI se decantó por la implantación de un sistema de tipos de cambio fijo en torno al oro. La dicotomía entre tipos de cambio fijo o flexible no parecía dar lugar a mucha discusión puesto que el segundo era visto como una herramienta temporal ante situaciones de extrema emergencia como crisis financieras o guerras (Bordo, 2003). En resumen, gracias a la ausencia de desequilibrios económicos o conflictos bélicos de relevancia internacional, al auge del capitalismo globalizado y al dominio de Inglaterra en el SMI, éste pudo mantenerse en un equilibrio cuasi perfecto con un sistema de tipos de cambio fijados en torno al oro, hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial.

³ La frase parece que fue acuñada por Keynes, refiriéndose a la práctica de los bancos centrales de vender activos nacionales cuando había déficit y de comprarlos cuando había superávit con el objetivo de mantener la estabilidad del SMI.

II. La Inestabilidad del SMI durante el Período de Entreguerras.

La Primera Guerra Mundial significó el abandono de hecho del patrón oro, puesto que los países beligerantes prohibieron las exportaciones de dicho metal para proteger sus reservas, suspendiendo también la convertibilidad. Estos países tuvieron que expandir su base monetaria, imprimiendo nueva moneda, para poder financiar los costes de la guerra. En 1917, cuando Estados Unidos entró en la guerra, suspendió todas las exportaciones de oro, lo cual supuso que el mercado mundial de este metal prácticamente dejase de existir.

Tras la guerra, Europa se encontraba en una situación económica desoladora: las expansiones monetarias habían producido en muchos países una inflación desbocada y, en general, se redujeron bruscamente la fuerza de trabajo y la capacidad productiva de los países beligerantes. El peor caso fue el de Alemania, que en 1923 tuvo que llevar a cabo una reforma para sustituir su moneda, sin ningún valor tras el periodo de hiperinflación sufrido. Sin embargo, la guerra no significó el abandono oficial del patrón oro, puesto que en algunos países se mantuvieron los tipos de cambio oficiales. Fue así como, a finales del conflicto, las paridades no diferían mucho de las existentes en 1914. La situación de inestabilidad monetaria provocó que algunos de los países beligerantes tuviesen que dejar flotar su tipo de cambio puesto que ya no era viable mantener la convertibilidad a los tipos de cambio antiguos, dada la escasez de reservas.

A día de hoy, existe consenso al afirmar que los tipos de cambio flotantes deberían haberse mantenido en aras de lograr cierta estabilidad. Sin embargo, en 1922, en la Conferencia de Ginebra, un grupo de países entre los que se encontraban Inglaterra, Francia, Italia y Japón, acordaron la vuelta a un nuevo tipo de patrón oro: el patrón de oro de cambio, en el que los países más pequeños pudiesen mantener como reserva las monedas de los países más poderosos, cuyas reservas consistirían únicamente en oro. Este nuevo sistema se ideó para superar el problema de la escasez de las reservas de oro en el contexto internacional, una de las limitaciones del anterior sistema. La adopción del patrón oro de cambio supuso la antesala de la decadencia de Inglaterra como líder del SMI, que dejaría su lugar a Estados Unidos, y de la desintegración económica internacional.

Por un lado, Inglaterra pretendió en el nuevo sistema mantener una equivalencia frente al oro idéntica a la de la era de preguerra⁴. Para alinear el nivel de precios con el de dicha época, el Banco de Inglaterra se vio obligado a aplicar políticas monetarias restrictivas, que contribuyeron a aumentar fuertemente el desempleo. A su vez, la vuelta a un tipo de cambio que había quedado obsoleto por los aumentos de precios ocurridos durante la guerra, representaron una revaluación de la libra inglesa frente al resto de monedas, hecho que desvió la demanda hacia los productos no británicos. El debilitamiento económico descrito supuso un duro golpe para la estabilidad del restaurado patrón oro puesto que muchos países mantenían sus reservas en forma de libras depositadas en Londres. Tras el comienzo de la Gran Depresión, Inglaterra se vio obligada a abandonar el oro en 1931, cuando los tenedores internacionales de libras perdieron la confianza y empezaron a exigir la convertibilidad de sus divisas en oro.

La Gran Depresión y la pérdida de confianza en el nuevo patrón oro, tras la salida de Inglaterra, propició que muchos países dejaran flotar sus tipos de cambio de nuevo, abandonando el patrón oro. Esto alivió a Inglaterra, que se benefició de la devaluación de su moneda. A su vez, como respuesta a esta devaluación, Estados Unidos optó también por la devaluación del dólar frente al oro en 1933, manipulando su tipo de cambio, para darle al dólar un nuevo valor equivalente al 49% de su valor anterior. Ambos países vieron como los precios dejaron de caer, bajó el desempleo, y aumentaron la producción industrial y la expansión del crédito. Este panorama perjudicó gravemente a los países que se mantuvieron en el patrón oro, como Francia, que contemplaron como sus monedas se apreciaban frente a la libra, el dólar y otras monedas de naciones que abandonaban el oro. Como consecuencia, en 1936, varios países del bloque del oro (Francia, Italia, Bélgica, Países Bajos, Suiza y Luxemburgo) se vieron obligados a devaluar también sus monedas. Se observa que la década de la Gran Depresión fue el primer antecedente claro de la “guerra de divisas” (Rickards, 2010). En ella, países como Inglaterra y Estados Unidos emprendieron una serie de devaluaciones competitivas con la

⁴ El ministro de Hacienda inglés, Winston Churchill, defendió que debía volverse a la paridad de preguerra para evitar socavar la confianza mundial en la estabilidad de las instituciones financieras británicas, que habían desempeñado el liderazgo en el SMI durante el período anterior. J.M. Keynes se opuso a la fijación de la libra a un nivel que la sobrevaluaba y escribió un panfleto en 1925 titulado “Las Consecuencias Económicas del Sr. Churchill”.

esperanza de conservar sus reservas de oro y atraer la demanda internacional hacia sus productos domésticos. Sin embargo, cuando un país devaluaba su moneda, otro le seguía, y luego otro más etc.; anulando así el efecto de la devaluación inicial. Los economistas Eichengreen y Sachs (2012) demostraron, con claras evidencias, que las devaluaciones descoordinadas y unilaterales de esta época, podrían haber tenido beneficios en la esfera global si se hubiesen abordado desde un enfoque de coordinación y acuerdo.

El estado de los acontecimientos se agravó aún más cuando empezaron a proliferar entre algunos países las restricciones proteccionistas en el comercio y en los pagos internacionales, debido al ímpetu por espolear la demanda interna. Un ejemplo fue el arancel *Smoot-Hawley* instaurado por Estados Unidos en 1930 (Irwin y Kroszner, 1995). La incertidumbre existente en el momento propició importantes movimientos de reservas en los países que mantenían tipos de cambio fijos y caóticas variaciones de los tipos de cambio en aquellos otros que habían optado por la flotación. Como respuesta, los afectados se valieron de prohibiciones en las transacciones privadas de capital y barreras arancelarias para intentar controlar las turbulencias en los mercados de divisas.

Las devaluaciones competitivas y el establecimiento de políticas arancelarias se conocen con el nombre de “políticas de empobrecimiento del vecino” (*beggar thy neighbor*). El país que las pone en práctica busca beneficiarse, sólo en la medida que empobrece las condiciones económicas de otros países. Son las políticas que, durante la Gran Depresión, fueron utilizadas como armas, muchas veces de represalia, terminando siendo incluso perjudiciales para el país ejecutor. Sin ir más lejos, el mencionado arancel *Smoot-Hawley* impuesto por Estados Unidos dio lugar a la imposición por parte de otros países de, al menos, 60 aranceles a modo de represalia. Así se dobló el nivel medio de proteccionismo en el comercio mundial perjudicando a la comunidad internacional. Según Irwin (1998), esta situación explica en gran parte la reducción del 70% del comercio internacional en 1933.

No existe mucha discusión en torno a que ésta fue, probablemente, la época de la Historia económica moderna con menor cooperación y coordinación internacional. Durante la década de los años treinta la economía mundial se fue desintegrando en

unidades nacionales autárquicas. Este proceso, al reducirse las ganancias del comercio exterior, supuso un altísimo coste para la economía mundial y contribuyó a ralentizar la recuperación, que hacia 1939 se mantenía todavía lejana para muchos países. Paradójicamente, Ragnar Nurske (1944), un afamado economista estadounidense de la época, culpó a los sistemas de tipos de cambio flotante, que muchos países tuvieron que adoptar ante las turbulencias de sus monedas, de las deficiencias que vivió el SMI durante este periodo. Esta reticencia frente a la flotación explica en gran medida la creación del nuevo sistema de Bretton Woods, que estaba a punto de entrar en la escena internacional.

El periodo de entreguerras fue una etapa de retroceso del mercado internacional y de intensificación intervencionista de los estados en la esfera económica. Predominaron los mercados internos y se echó en falta la articulación de los estados en un sistema de transacciones internacionales basado en la libertad económica. Todos los países hubieran estado en una situación económica mucho más propicia si se hubiese favorecido el intercambio internacional, suponiendo que la cooperación hubiese permitido a cada país preservar su equilibrio interno y su estabilidad financiera sin sacrificar los objetivos de su política económica. Fue la comprensión de este fenómeno lo que inspiró el diseño del SMI de la posguerra, el acuerdo de Bretton Woods (Krugman, 1995)

III. El SMI bajo el Sistema de Bretton Woods.

Durante la Segunda Guerra Mundial los países recuperaron un estricto control de los tipos de cambio y gran parte del comercio internacional se canalizó a través de acuerdos intergubernamentales. Cuando empezó a atisbarse el fin de la guerra, las principales potencias económicas de los Aliados, liderados por Estados Unidos e Inglaterra, empezaron a planear un nuevo SMI que buscara evitar repetir los errores del pasado. El objetivo era poner fin a la inestabilidad monetaria, las restricciones cambiarias, los controles de movimientos de capital y las barreras arancelarias. Estos planes se materializaron en la Conferencia de Bretton Woods en Julio de 1944 en New Hampshire. El resultado de este encuentro fueron una serie de reglas, normas e instituciones que dieron forma al SMI durante las siguientes tres décadas.

Este periodo se caracterizó por ser una época de estabilidad monetaria, baja inflación, bajo desempleo y alto crecimiento económico. En casi todos los sentidos, totalmente opuesto a la época anterior.

Las cuarenta y cuatro naciones participantes, apoyándose en un plan diseñado por el norteamericano Harry Dexter White⁵, aprobaron lo que se conocería como el Sistema de Bretton Woods, con tres principales características:

1) Creación del Fondo Monetario Internacional (FMI): los conferencistas de Breton Woods acordaron que la cooperación monetaria internacional requería la creación de un organismo internacional permanente con poderes y funciones definidas, que proporcionara un marco de comportamiento al SMI de la postguerra. El FMI se constituyó con aportaciones de oro y divisas procedentes de los gobiernos miembros, garantizando a todos ellos el derecho a disponer de estas reservas globales para financiar déficits comerciales temporales (Horsefield, 1969; Aglietta y Moatti, 2002).

2) Establecimiento de un nuevo sistema de tipos de cambio ajustables: se buscó un punto intermedio entre un sistema de tipos de cambio fijo y un sistema de tipos de cambio flexible. Así, los países adoptaron un tipo de cambio fijo frente al dólar (que se mantendría anclado al oro, libremente convertible a treinta y cinco dólares por onza). La novedad se encontraba en que los países podrían obtener financiación temporal del FMI en el evento de que incurriesen en déficits comerciales. Si se llegase a un punto de “desequilibrio fundamental”, el FMI podría autorizar al país para ajustar (flexibilizar) su tipo de cambio fijo, devaluando así su moneda.

⁵ En la conferencia de Bretton Woods se presentaron dos planes de organización monetaria internacional, basados en sendas propuestas de los gobiernos británico y estadounidense, conocidos respectivamente como “Plan Keynes” y “Plan White”. Ambos planes tenían en común la oposición, tanto a un sistema de libre flotación de los tipos de cambio, como a uno basado en tipos de cambio absolutamente fijos. En cuanto a las diferencias, Keynes era partidario de un sistema que interfiriese lo menos posible en las políticas nacionales: los gobiernos tendrían la suficiente libertad para determinar los niveles deseados de empleo y, por tanto, los tipos de cambio deberían establecerse de forma que posibilitaran dicho objetivo. De esta forma, los países deberían poder corregir sus desequilibrios de balanza de pagos sin tener que sacrificar sus objetivos de pleno empleo y crecimiento económico. Por el contrario, White centraba el interés en la estabilidad de los tipos de cambio, cuya alteración únicamente debería producirse con carácter excepcional para la corrección de desequilibrios fundamentales. A diferencia de la propuesta de Keynes, que hacía recaer los esfuerzos de ajuste de la balanza de pagos sobre países deficitarios y excedentarios, el Plan White encomendaba el ajuste a los países deficitarios, que tendrían que actuar sobre la demanda agregada en lugar de manipular los tipos de cambio (Nemiña, 2010).

3) La convertibilidad: en aras de lograr la armonía política y el bienestar económico en el marco del nuevo SMI, todos los países acordaron un sistema de comercio multilateral sin restricciones y con monedas convertibles. Los conferenciantes convinieron no imponer restricciones a las transacciones corrientes de divisas. Todas ellas serían libremente convertibles entre sí a las tasas oficiales.

Bajo el sistema de Bretton Woods, se estableció que los países podrían liberalizar, de forma gradual, las relaciones comerciales y financieras mediante el ejercicio del control de cambios. Fue así como el comercio se convirtió en el principal elemento de integración de la economía internacional. En la medida en que se expandía el comercio internacional y los países conseguían crear las condiciones para volver a la convertibilidad de sus monedas, comenzaba la liberalización de los primeros movimientos de capital: los flujos de inversiones directas. Así, durante la etapa de Bretton Woods, se logró un alto grado de integración internacional económica mediante la intensificación de las relaciones comerciales y la proliferación de las inversiones directas de las incipientes empresas multinacionales (Arahuetes, 2002). El sistema funcionó bien porque sus diseñadores y gestores antepusieron la integración económica internacional a las necesidades nacionales y a sus compromisos de la democracia política (Bhagwati, 1991).

El principio del fin de la era de Bretton Woods comenzó en 1967 cuando Inglaterra optó por devaluar la libra frente al dólar por dos motivos: déficits comerciales y el desequilibrio existente entre las reservas de libras de los tenedores internacionales y las reservas de oro y dólares que Inglaterra tenía para redimirlas. Esta situación de inestabilidad podría haber causado un colapso económico en el caso de que los tenedores de libras hubiesen tratado de convertir sus reservas en oro o dólares ingleses. Tras la devaluación, la presión existente sobre la libra se trasladó así al dólar. La abundancia de dólares en los mercados internacionales hizo peligrar la estabilidad del sistema financiero norteamericano, pues el dólar, tremendamente sobrevalorado, seguía siendo convertible en oro. Tal y como señaló la revista *Time*, el volumen de los negocios internacionales estaba aumentando en una proporción mucho mayor que las reservas de oro. Llegó un momento en el que el equilibrio dólares-oro era totalmente desproporcionado, por lo que la convertibilidad derivó en una amenaza para la economía del país. En vista de esta situación, en 1971, el

presidente norteamericano Richard Nixon anunció en un discurso televisado que el dólar dejaba de ser convertible en oro. La afirmación del presidente “el dólar americano nunca más volverá a ser un rehén en manos de los especuladores internacionales” sentenció al sistema de Bretton Woods.⁶ Además, el presidente estableció un arancel del diez por ciento para todos los bienes importados desde los Estados Unidos. Nixon justificó esta decisión alegando la desventaja en la que se encontraban los productos americanos dado el desajuste de su tipo de cambio. Estas medidas tuvieron el efecto exacto al de una devaluación que pretendía la mejora de su balanza comercial y la protección del empleo. La era de Bretton Woods había llegado a su fin (Garber, 1993; Rickards, 2012).

IV. El SMI bajo el Sistema de Tipos de Cambio Flotantes.

Tras los acontecimientos de 1971, las principales monedas comenzaron a flotar libremente en el mercado de divisas. Sin embargo, las grandes potencias económicas todavía se resistían a adaptarse al nuevo SMI y, en un intento de retornar a Bretton Woods, firmaron el Acuerdo del Smithsonian. Este acuerdo volvía a establecer un precio fijo para el oro, determinado en dólares, aun sin ser libremente convertible. Se aumentaron las tasas de cambio de las principales divisas frente al dólar para corregir su sobrevaloración y se les permitió fluctuar en unos estrechos márgenes. Sin embargo, el nuevo sistema no resolvía los problemas que acabaron con el sistema de Bretton Woods y terminó fracasando en 1973 cuando todas las monedas implicadas empezaron a flotar nuevamente.

Destaca la reticencia y desconfianza de los países a la flotación oficial, a pesar de la flexibilización generalizada de los tipos de cambio durante los años setenta. Así, países como Japón e incluso los miembros del Mercado Común Europeo hicieron grandes esfuerzos monetarios para intentar mantener baja la paridad de sus monedas frente al dólar. Son ejemplos de lo que los autores han llamado “flotación impura” (Lindert, 1994), un tipo de cambio flotante que implica una importante intervención

⁶ En dicho discurso, Nixon justificó su decisión basándose en la protección del dólar como pilar fundamental de la estabilidad monetaria mundial frente a los especuladores internacionales que, según el presidente, se beneficiaban de las crisis que ellos mismos contribuían a crear (Ver nota bibliográfica).

en una sola dirección. A pesar de esto, se puede afirmar que los sistemas de tipos de cambio flotante empezaban a imponerse sobre los sistemas de tipos de cambio fijo. Milton Friedman (1953) es considerado como el padre teórico de este cambio. Según este autor, que criticó con dureza los postulados de Nurske, la flexibilización de los tipos de cambio proporcionaba importantes ventajas, tales como la independencia para aplicar políticas monetarias y un mecanismo de ajuste automático menos disruptivo.

El sistema de flotación que sustituyó al de Bretton Woods en 1973, fue ratificado en la Conferencia de Kingston, Jamaica, en 1976. En este momento se estableció el SMI tal y como lo conocemos en la actualidad. El Acuerdo de Jamaica abolió el precio oficial del oro y tomó varias medidas destinadas a conseguir su desmonetización. También se abordó la cuestión de cómo evitar las devaluaciones competitivas y otras prácticas similares. En este sentido, se estableció que el FMI sería el encargado de “ejercer una firme supervisión sobre las políticas de los tipos de cambio de los firmantes” y se le dio poderes para “adoptar principios específicos para la guía de todos los miembros con respecto a dichas políticas”.

Esta nueva era iniciada tras la crisis del petróleo de 1973 se caracterizó por el fin del patrón dólar-oro y el nacimiento del patrón dólar puro. Estados Unidos consolidó su hegemonía como primera potencia económica mundial líder de un SMI caracterizado por los tipos de cambio flotantes y la revolución financiera.

En la actualidad continúa el debate sobre si la experiencia del nuevo SMI vigente desde 1973 demuestra las ventajas o deficiencias de los tipos de cambio flotantes. Los críticos de la flotación parten de un punto fácil de constatar: los tipos de cambio han oscilado mucho más de lo esperado en esta nueva era. Además, en muchos casos han florecido diversas políticas de corte proteccionista, ataques especulativos y se ha tendido a la descoordinación global de las políticas económicas (Salvatore, 1994). Los defensores de la flotación recalcan la estabilidad económica que se consigue gracias al funcionamiento de los mercados de divisas según las leyes de la oferta y la demanda, la capacidad de ajuste que tienen las economías flexibilizadas y la autonomía de las autoridades en sus decisiones de política monetaria (Friedman 1953).

IV. El SMI Actual y la Variedad de Sistemas de Tipos de Cambio.

Tal y como se ha expuesto en el apartado anterior, el SMI ha evolucionado considerablemente durante el último siglo. En líneas generales, las principales naciones emprendieron una transición bastante tortuosa desde los sistemas de tipo de cambio fijos hacia los sistemas de tipo de cambio flotantes. El hundimiento del sistema de Bretton Woods tras la crisis del petróleo en 1973 fue el antecedente de la revolución financiera y el impulso hacia la liberalización y la desregulación. La flotación pasó de tener un papel de salvavidas utilizado en tiempos de crisis, a postularse como regla general definitoria del SMI actual. Durante este periodo, los países emergentes trataron de emular y seguir la estela de las naciones más avanzadas, en muchos casos con grandes dificultades (Bordo y Flandreau, 2003).

En la actualidad, los países han ido desarrollando un gran abanico de distintas opciones de sistemas de tipos de cambio. Por lo general, son las potencias económicas las que tienen mayor poder de decisión, mientras que las economías emergentes asumen la presión de acomodarse a las decisiones de los primeros.

Según la clasificación que realizó Jeffrey Frankel (1999), los sistemas de tipos de cambio en la actualidad pueden dividirse en tres grandes grupos. A su vez, cada uno tiene sus propios subtipos, con peculiaridades específicas⁷

En sus investigaciones, Frankel señala que cada país elegirá el régimen que más le favorezca dependiendo de sus circunstancias individuales. Observa que no existe un sistema “correcto por naturaleza” que debiera ser aplicado por todos los países o en todas las épocas; y que las opiniones de los economistas sobre el asunto son totalmente dispares. De hecho, en muchas ocasiones es difícil identificar el sistema aplicado por un determinado país puesto que varios de ellos se diferencian por matices arduos de identificar en la práctica.

Al abordar la cuestión de la elección de un sistema de tipos de cambio es interesante mencionar el modelo de Mundell (1963) sobre la “Trinidad Imposible”.⁸

Existe un amplio consenso al constatar que, desde 1985 hasta hoy, la tendencia de las economías desarrolladas ha sido la adopción de un sistema de flotación

⁷ Ver Nota 1 del Anexo.

⁸ Ver Nota 2 del Anexo.

controlada e inflación estable, liberalizando los movimientos de capital. Así, las naciones dejan flotar libremente sus tipos de cambio y utilizan a sus bancos centrales para influir en la evolución de los mismos, en un contexto de estabilidad de precios e inflación controlada. La flotación otorga una mayor flexibilidad y permite implementar políticas de estabilización (monetaria y fiscal) en casos de crisis económicas (López y Perrotini, 2006). Tal como expone Matziorinis (2006), este sistema se beneficia de la evolución de los mercados financieros. Así, éstos han contribuido a crear un entorno de *checks and balances* que controla las decisiones de las autoridades monetarias y ayuda a mantener la disciplina que un sistema de tipos de cambios fijos hubiese proporcionado.

Según los datos más recientes del Fondo Monetario Internacional, el año 2012 se cerró con un 35% de países con divisas flotantes, entre las que se encuentran el dólar, el yen, el euro y la libra. Las economías de los países emisores de estas monedas representan la mitad del PIB mundial. El 40% de naciones optaba, en el mismo año, por un sistema de bandas o zonas objetivo, altamente flexibilizado; y únicamente el 13% tenían sistemas con bajo o nulo grado de flexibilidad. También, durante este período se han creado uniones monetarias (la Eurozona es el más claro ejemplo), en aras de potenciar la estabilidad monetaria y el crecimiento económico global. Es cierto que el número de países que han optado por los tipos de cambio fijos, según la clasificación propuesta anteriormente, supera ampliamente a los que han adoptado la flotación. Sin embargo, la importancia relativa de estos últimos, en términos de comercio y actividad financiera internacional, es mucho mayor que la de los primeros. De hecho, ponderando por el volumen de comercio internacional, queda patente que el sistema imperante en el SMI actual es el de flotación de los tipos de cambio (Ontiveros, Berges, Manzano y Valero, 1991).

2. MANIPULACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO COMO VÍA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO “*BEGGAR THY NEIGHBOR*”.

a. Aproximación Teórica al Concepto.

Tal y como se ha adelantado con anterioridad, el concepto de “empobrecimiento al vecino” (*beggar-thy-neighbor* en inglés) hace referencia a las políticas económicas que buscan el crecimiento económico de la propia nación, a costa del perjuicio de otras.⁹

Esta clase de políticas no son nuevas en la historia de la economía; de hecho, en este trabajo se han expuesto situaciones del pasado en las que se recurrió a ellas. Alcanzaron su auge durante la Gran Depresión de 1930 cuando numerosos países manipularon sus tipos de cambio con el objetivo de devaluar su moneda y conseguir ventajas frente a sus socios comerciales. Así, se entró en una espiral de devaluaciones competitivas que, aunque daban una ventaja inicial al país que la ponía en práctica, terminaron perjudicando al sistema en su conjunto. De este modo, la devaluación o prevención de la apreciación de la propia moneda son las prácticas de empobrecimiento al vecino más significativas.

Entre los círculos académicos y políticos se ha asentado la creencia de que el mantenimiento de la moneda infravalorada es un método para potenciar las exportaciones del país. Por otro lado, la devaluación también limita las importaciones, puesto que los bienes extranjeros se encarecen, incitando el consumo de productos nacionales. De acuerdo con este postulado tradicional, una devaluación del tipo de cambio implica, a su vez, la infravaloración de la moneda, que produce una mejora en la balanza comercial del país en cuestión. Esto le permite acumular superávit comercial, mientras las demás naciones afectadas de forma colateral tienen que lidiar con la situación opuesta. La idea que trasciende a estas explicaciones es el hecho de que los flujos de exportaciones e importaciones son sensibles a los movimientos en los tipos de cambio. De esta manera, el país que logre mantener su divisa infravalorada, tendrá una ventaja competitiva frente al resto y sus

⁹ El propio FMI, erigido como vigilante del SMI y garante de su eficacia, prohíbe en el artículo IV, Sección 1 (iii) de su Convenio Consultivo (1944) las devaluaciones competitivas: “En particular, todo país miembro: iii) evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros”.

exportaciones crecerán en una proporción mayor. Para que estos efectos se materialicen deben cumplirse por lo menos cuatro condiciones: 1) Que la depreciación no se transmita a los precios locales, 2) que los precios de exportación estén expresados en la moneda nacional, 3) que la demanda extranjera sea suficientemente elástica (Condición de Lerner-Marshall) y 4) que la oferta del exportador sea también suficientemente elástica (Berman y Berthou, 2006). La observancia de estos requisitos en la práctica fue demostrada por Goldfajn y Werlang (2000).

No obstante, estudios minoritarios recientes defienden soluciones contrapuestas sobre el efecto producido por una devaluación. Distintas consideraciones sobre factores condicionantes como son el comportamiento en la fijación de precios, el grado del efecto sustitución entre los bienes producidos en un país y los bienes extranjeros, o la existencia de intermediarios en las cadenas de distribución, han llevado a conclusiones contrapuestas en diversos estudios.¹⁰ Sin ánimo de profundizar en esta cuestión, se asumirán los efectos de la devaluación monetaria que defiende la doctrina tradicional mayoritaria, probados empíricamente en múltiples ocasiones (en la década de 1930, por ejemplo). Un claro ejemplo son las investigaciones de Mbaye (2012), que demostraron que la devaluación de la moneda estaba significativamente asociada a una mejora en la balanza comercial nacional en el corto plazo, en perjuicio de los socios comerciales. Las estimaciones del autor señalaban que una devaluación del diez por ciento causaba una mejora del ratio balanza comercial/PIB de entre 0,4 y 0,8 puntos porcentuales. La misma acción perjudicaba el ratio de sus socios comerciales entre 0,2 y 0,5 puntos porcentuales.

Sin embargo, tal y como se viene indicando, el efecto positivo en la balanza comercial conseguido a través de una devaluación es cortoplacista y queda neutralizado en la medida en que otros países imitan este comportamiento. El perjuicio producido en la esfera internacional es claro, al reducirse las ventajas del comercio internacional y el libre movimiento de los flujos de capital. A su vez, también puede ocasionarse un perjuicio a largo plazo para el país que devalúa, una

¹⁰ De este modo, Obstfeld y Rogoff (1995) defendían los efectos positivos de una devaluación para todas las partes; Corsetti y Presenti (2001) mostraron efectos negativos para el país que devaluaba; y Betts y Devereux (2000) se mantuvieron en la postura tradicional de beneficios en el corto plazo para el país que devaluaba su moneda, en perjuicio del resto.

vez superada la ventaja inicial. Así, en opinión del economista Juan Ramón Rallo (2012), el éxito de la devaluación depende de la sensibilidad de las exportaciones y las importaciones de un país a sus tipos de cambio. La devaluación fracasará si no se consigue incrementar de manera sustancial las exportaciones o si no se materializa el efecto sustitución de los bienes importados por la adquisición de bienes nacionales. De hecho, la devaluación podría incluso incrementar el desempleo y el desequilibrio exterior, al alterar los costes de bienes que un país deba importar de manera absolutamente necesaria.

En conclusión, es cierto que una devaluación extrema puede aproximar a un país al pleno empleo y aumentar sus tasas crecimiento económico. No obstante, esta acción puede repercutir de manera muy gravosa en el contexto internacional y en los propios ciudadanos del país. Debe tenerse en cuenta que la devaluación no soluciona los problemas del modelo productivo que puedan haber llevado al país a una situación límite. En consecuencia, es muy improbable que la recuperación sea duradera en el tiempo y se consolide a largo plazo, puesto que dichos problemas podrán volver a aflorar tarde o temprano.

b. La Manipulación de los Tipos de Cambio.

Una vez aceptado el postulado de que el mantenimiento de una moneda infravalorada beneficia en el corto plazo a la nación que la devalúa o impide su apreciación, perjudicando a sus socios comerciales; debe abordarse su verdadero impacto práctico y la posibilidad real de que se produzcan en la actualidad.

En el SMI actual, tal y como se ha expresado en el primer apartado, predominan los sistemas de tipos de cambio con alto grado de flexibilización. Es por ello que la mayoría de naciones no puede establecer, como sucedía en el pasado, un tipo de cambio fijo infravalorado que les sitúe en una situación de ventaja competitiva. Esta manipulación directa de los tipos de cambio sería difícil de concebir hoy en día entre los países que han flexibilizado sus mercados de divisas. Surge entonces la pregunta: ¿pueden manipular sus divisas los países con tipos de cambio estrictamente flotante?

Se ha constatado con anterioridad el papel predominante de los sistemas de tipo de cambio flotante en la actualidad. En ellos, los tipos de cambio varían únicamente en función de la oferta y la demanda de la moneda en cuestión. Sin embargo, en un estudio dirigido por Calvo y Reinhart (2002), se demostró que existían claras diferencias entre el sistema de tipos de cambio oficial de un país y el que en realidad estaba siendo puesto en práctica. El estudio demuestra que un gran número de gobiernos, que supuestamente implementan el mayor grado de flexibilización en sus tipos de cambio, manipulan los mercados de divisas para mantener su estabilidad y evitar movimientos bruscos de los mismos. Así, ambos autores, acuñaron el concepto de “miedo a flotar” para referirse a los casos de aquellos países que intervenían de manera sistemática en sus tipos de cambio, supuestamente en flotación libre. En un estudio similar, Levy-Yeyati y Sturzenegger (2003) señalaron la importancia de distinguir los regímenes de flotación libre de los que, en realidad, son *dirty floats*.

Así, una vez constatada la realidad de que las autoridades monetarias manipulan sus mercados de divisas con objeto de lograr la devaluación o impedir la apreciación de su moneda, independientemente del sistema de tipos de cambio que hayan establecido, debe procederse a identificar los medios a través de los cuales se puede llevar a cabo dicha intervención. Se presentan los cuatro mecanismos de intervención más importantes por su relevancia doctrinal y su aplicación práctica.

I. Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

Una OMA se define como la acción de las autoridades monetarias de comprar o vender instrumentos de deuda soberana en los mercados financieros. Este tipo de operaciones son el método fundamental de puesta en práctica de la política monetaria de un país y, por ello, pueden ser utilizadas también para manipular los tipos de cambio. La razón de ser de estas operaciones radica en el control de la base monetaria de la economía y, de manera indirecta, de la oferta monetaria total. Además de los tipos de cambio, las autoridades buscan también el control sobre otras variables económicas como la inflación o los tipos de interés a corto plazo a través de las OMA (Akhtar, 1997).

Cuando un banco central decide empezar a comprar instrumentos de deuda en el mercado, aumenta la base monetaria y, en consecuencia, la oferta monetaria también. Este tipo de política, conocida como expansión monetaria, tiende a provocar la devaluación de la moneda nacional debido al exceso de oferta. Al contrario, si un banco central vende instrumentos de deuda a los mercados, se reducen la base monetaria y la oferta monetaria. Este tipo de política, conocida como contracción monetaria, producirá la apreciación de la moneda nacional debido al exceso de demanda.

La Flexibilización Cuantitativa (*Quantitative Easing* o QE en inglés) supone la materialización de las operaciones de mercado abierto más relevante para lograr la devaluación en la etapa actual postcrisis. Como señala Álvarez Rubial (2013), la QE es una política monetaria bastante generalizada en la actualidad que, sin embargo, ha sido considerada tradicionalmente como último recurso de crecimiento económico en situaciones críticas. Así los países suelen recurrir a la QE cuando las circunstancias son tan adversas que, habiendo reducido los tipos de interés (los tipos a corto plazo que fija el gobierno) a un nivel próximo o igual a cero, la economía sigue necesitando estímulos adicionales. Esta situación fue denominada como la “trampa de la liquidez” (Krugman, 1998).

Puede afirmarse a *grosso modo* que la QE se basa en introducir cambios en la composición y tamaño del balance del banco central de un país, con el objetivo de flexibilizar la liquidez y el crédito (Blinder, 2010). De esta forma, el funcionamiento básico de la QE consiste en la adquisición de deuda soberana, por parte de las autoridades monetarias, que se encuentra en poder de instituciones privadas. Este movimiento, a su vez, impulsa los tipos de interés del mercado a la baja, potenciándose el llamado *carry trade* (tomar fondos prestados del país que practica la QE, al ser la financiación más barata, para invertir en el extranjero). De esta forma, al comprar la moneda del país en que se realiza la inversión, se vende la moneda del país prestamista, devaluándose aún más.

Si bien es cierto que la flexibilización monetaria tiene un claro efecto devaluativo en los tipos de cambio, no puede ignorarse que este mecanismo pueda perseguir otros

objetivos más allá de la mejora de la balanza comercial, como pueden ser el aumento del consumo y la inversión o la lucha contra el desempleo y la deflación.

II. Operaciones en el Mercado de Divisas (FXO).

La intervención en los mercados de divisas se caracteriza por el intento de modificar el valor que los participantes del mercado asignan a una moneda determinada. El intercambio de divisas se hace con objeto de financiar los negocios internacionales, invertir o emprender en el extranjero e incluso especular. Existe amplia literatura sobre la intervención oficial de las autoridades en los mercados de divisas (Lee, 1983; Fatum, 2002). También se han realizado un gran número de estudios que intentan explorar los determinantes de la eficacia de estas políticas (Edison, 1993; Sarno y Taylor, 2000).

Para el tema que nos ocupa, la diferenciación fundamental entre la intervención esterilizada y la no esterilizada radica en que únicamente la segunda es susceptible de modificar los tipos de cambio¹¹. De esta forma, una intervención totalmente esterilizada no afecta directamente a los precios, tipos de interés o tipos de cambio. A pesar de esto, expone Neely (2001), la intervención esterilizada podría afectar de manera indirecta a los tipos de cambio al transmitir al mercado una información que puede hacer variar las expectativas de los inversores sobre políticas monetarias futuras o sobre el valor de equilibrio a largo plazo del tipo de cambio.

III. Modificación de los Tipos de Interés.

Según Stiglitz (2010), la ingeniería de las devaluaciones competitivas a través del mantenimiento de tipos de interés bajos se ha convertido en la forma preferida de políticas *beggar-thy-neighbor* del siglo XXI. Los diferenciales entre tipos de cambio

¹¹ En general, la teoría económica distingue entre dos tipos de intervención en función de si se afecta (intervención no esterilizada) o no (intervención esterilizada) a la base monetaria. Cuando una autoridad monetaria compra (o vende) divisas extranjeras, su base monetaria aumenta (o disminuye) en la cantidad de la compra (o venta). Por sí misma, esta transacción afectaría a los tipos de cambio de la misma forma que lo hacen las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, tal y como estudió Edison (1993), muchos bancos centrales, de manera automática, esterilizan sus operaciones en el mercado de divisas. Esto es, los bancos centrales revierten el efecto que tiene la operación en su base monetaria mediante la compra o venta de instrumentos de deuda soberana del propio gobierno.

de distintos países y las expectativas de variación de los mismos son factores clave en la variación futura de los tipos de interés. La explicación se basa en que los flujos de divisas tienden a recalar en los países con tipos de interés reales (ajustados a la inflación) relativamente superiores, aumentándose así la demanda de la moneda de dicha nación y, en consecuencia, apreciándose. Siguiendo este razonamiento, las autoridades monetarias que tienen la potestad de modificar o influir en los tipos de interés, pueden también devaluar su moneda bajando los mismos. En general, la autoridad monetaria de un país únicamente puede modificar los tipos de interés a corto plazo (tipos gubernamentales), mientras que los tipos de interés a largo plazo (tipos de mercado) se determinan en base a las leyes de oferta y demanda del mercado, influidas por infinidad de variables difícilmente controlables (Mankiw y Summers, 1984).

En el contexto actual de la crisis financiera global, se han puesto en práctica políticas sobre los tipos de cambio contrapuestas, con objetivos distintos. Por un lado, tras el estallido de la crisis, las principales economías mundiales decidieron rebajar sus tipos de interés a corto plazo a mínimos históricos con la intención de fomentar el crecimiento de la demanda agregada y la inflación. Por otro lado, ciertos países emergentes, que todavía tenían problemas de inflación, mantuvieron sus tipos de cambio a niveles relativamente más altos para controlar el crédito y los precios.

Cuando el primer grupo de países empezó a incrementar su oferta monetaria, el exceso de capital se trasladó a los países que mantenían los tipos de cambio más altos, en busca de mayores rentabilidades. Como se expone en los casos de estudio la entrada de capitales (Brasil) y su posterior salida (Turquía) provocaron sendas crisis internas, mientras el país en expansión monetaria (Estados Unidos) salía beneficiado. Así, siguiendo los razonamientos de McKinnon (2010), se observa como los tipos de interés se pueden utilizar como una política de manipulación de los tipos de cambio en perjuicio de los socios comerciales.

IV. Controles de Capital.

El establecimiento de controles de capital por parte de las autoridades monetarias es una de las políticas *beggar-thy-neighbor* de mayor relevancia en el contexto actual

y, en muchos casos, se han aplicado buscando los efectos análogos a los de una devaluación. Estos controles, que regulan la entrada y salida de los flujos de capital de un país, son la medida proteccionista por excelencia y, a través de ellos, se pretende aislar a los mercados de capital nacionales de la libre competencia externa. Los controles de capital, además de controlar los tipos de cambio, pueden perseguir otros objetivos internos como pueden ser el aumento de la autonomía en materia de política económica, la maximización del bienestar social, la disminución de la tasa de desempleo y, en general, la potenciación del crecimiento económico (Liard-Muriente, 2007)

En aras de devaluar la moneda o prevenir su apreciación, las autoridades establecen controles sobre las entradas de capitales. La justificación subyacente es que las entradas de capitales conllevan un aumento de la oferta monetaria y, en consecuencia, inflación. A su vez, si dichas divisas extranjeras se usan para comprar moneda nacional, ésta se apreciará. Por ello, las autoridades monetarias establecen controles de capital y otras medidas proteccionistas para prevenir la apreciación de su tipo de cambio y la inflación. Por otro lado, las restricciones sobre las salidas de capital están destinadas a evitar la excesiva depreciación que puede llevar al derrumbe de la moneda. Así, se evita que los tenedores de dicha moneda puedan intercambiarla en el mercado de divisas, frenando la bajada del tipo de cambio.

En cuanto a los tipos de controles de capital, la teoría económica internacional distingue entre dos categorías: 1) controles directos o administrativos: restricciones de transacciones, pagos, transferencias de fondos que se imponen a las entidades bancarias para disminuir los flujos de capital, y 2) controles indirectos o de mercado: dirigidos a encarecer las transacciones para desincentivar los movimientos de capitales internacionales. Pueden adoptar la forma de tasas, aranceles, controles regulatorios, tipos de cambio preestablecidos, entre otros (Forbes, Fratzscher, Thomas y Straub 2011).

Según la teoría Neoclásica, los controles de capital perjudican el desarrollo económico, el bienestar social y la eficiente asignación de recursos. Según esta teoría, debe perseguirse la liberalización de la economía y la libertad de movimientos de capital en aras de mejorar la eficiencia productiva y el crecimiento

económico global. En las últimas décadas, la idea de liberalización de los flujos de capitales ha predominado en el marco económico internacional.¹²

Sin embargo, existen autores como Crotty y Epstein (1996) que defienden la utilización de estas medidas. Ambos economistas argumentan que el control sobre los flujos internacionales de capitales es un componente indispensable de cualquier programa económico encaminado al logro del pleno empleo y la consecución de mayores niveles de igualdad social. Más recientemente, en 2012, el propio FMI cambió su postura tradicional para reconocer que, bajo determinadas circunstancias, es aconsejable que un país pueda regular sus flujos de capital. El FMI se está refiriendo implícitamente a los países emergentes, que sufren una exposición mucho mayor a crisis monetarias. El FMI reconoce que el flujo de capitales conlleva riesgos y la total liberalización de los mismos puede acrecentarlos si la nación no cuenta con unos mínimos estándares financieros e institucionales de desarrollo (Gallagher y Ocampo, 2013). En respuesta, el Bundesbank anunció en 2012 que consideraba que los controles de capital eran inapropiados en casi todas las circunstancias y que únicamente deberían ser usados como herramienta de último recurso en situaciones críticas y de manera temporal (Reuters, 2013).

La efectividad práctica de los controles de capital y su capacidad de otorgar a una nación una ventaja competitiva o un aislamiento frente a crisis financieras ha sido también objeto de controversia entre distintos autores (Eichengreen, 2001). Así, Rodrik y Kaplan (2001) afirmaron que los controles de capital supusieron un freno a la crisis de Malasia de 1998. Por el contrario, otros estudios han demostrado que los controles de capital no han sido específicamente efectivos a la hora de controlar el tipo de cambio de una nación (Glick y Hutchison, 2005; Edwards, 2005).

¹² Así, los autores Baldwin y Evenett (2012) defienden la supresión de cualquier traba a los flujos de capital como método para superar las crisis económicas. En la misma línea, Eichengreen e Irwin (2009) abogan por la coordinación de las políticas monetarias y fiscales entre los distintos países, evitando conductas proteccionistas, para prevenir las devaluaciones competitivas y las crisis económicas.

3. CASOS DE ESTUDIO.

Se presentan a continuación cuatro casos de estudio que reflejan, de forma empírica, la aplicación de los temas expuestos en este apartado y sus consecuencias en el mundo globalizado actual.

Hemos optado por presentar los casos de las expansiones monetarias de Estados Unidos y Japón (QE), ambos con muchas similitudes, pero con consecuencias claramente diferenciadas. Por un lado, en el caso de Estados Unidos se logra establecer una relación entre el crecimiento económico del país y el perjuicio económico causado a ciertos países emergentes. Concretamente a Brasil y Turquía. En el primero se observan perjuicios económicos al principio de la QE, causados por el exceso de flujos de capitales entrantes y la apreciación de su moneda. En el segundo, al contrario, se estudian los perjuicios causados por el fin anunciado de la QE y la consiguiente salida masiva de capitales que consiguió desplomar su moneda. Por otro lado, se expone el caso de Japón, cuya expansión monetaria no ha afectado de manera relevante, por el momento, a ninguno de sus socios comerciales más importantes.

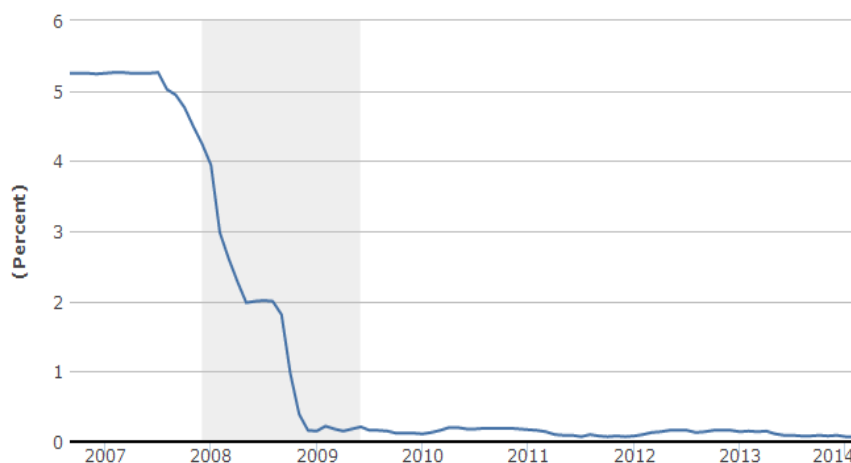
ESTADOS UNIDOS

I. Situación Macroeconómica y la Expansión Monetaria.

La decisión de Estados Unidos de iniciar una política de expansión monetaria se tomó en el contexto de la peor recesión económica desde 1929. Fue consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria estadounidense, que provocó una seria inestabilidad financiera mundial. La deflación, la caída del consumo interno y el desempleo asentado en los dobles dígitos llevaron al gobierno a implementar medidas drásticas e inusuales. El 16 de diciembre de 2008, el FOMC¹³ (*Federal Open Market Committee*), con un claro afán de luchar contra la recesión, redujo los tipos de interés de sus fondos federales¹⁴ a prácticamente cero, como medida expansiva.¹⁵ Los tipos se habían venido reduciendo desde septiembre de 2007, cuando se encontraban en el 5,25% (Figura I).

Figura I. Tipos de interés de los Fondos Federales EEUU (2007-2014).

Puntos Porcentuales.



Fuente: Federal Reserve.

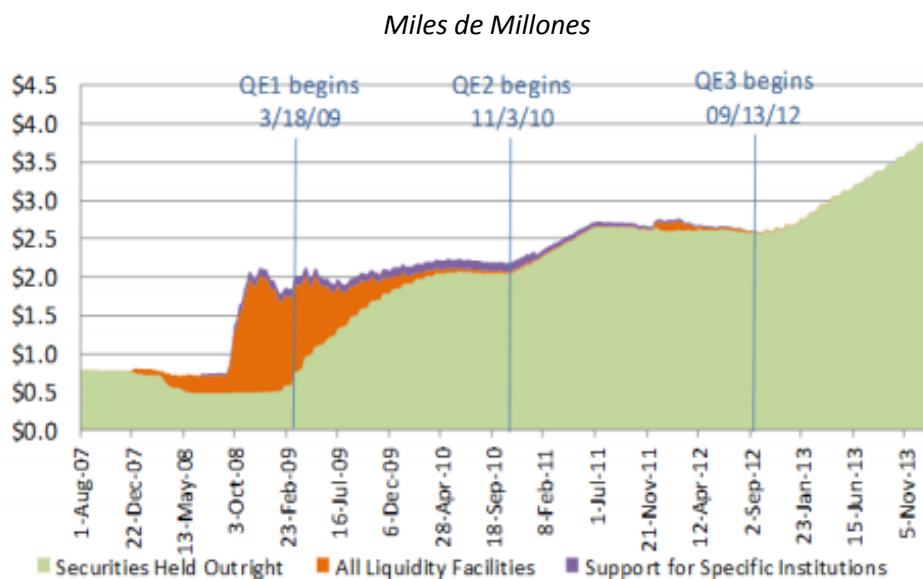
¹³ La función básica de la FOMC, comité interno de la Reserva Federal (FED), es la supervisión de las operaciones de mercado abierto (OMA) a través de la política monetaria.

¹⁴ La tasa de interés de los fondos federales es la tasa de interés que los bancos se cobran entre sí por préstamos a un día. El tipo se determina por el mercado, pero puede ser controlado por la FED a través de su oferta monetaria.

¹⁵ Concretamente, la FOMC rebajó los tipos a un intervalo entre 0 y 25 puntos básicos. En la práctica, los tipos se han movido desde entonces entre 10 y 15 puntos básicos.

Fue este el hito que marcó el inicio de la expansión de la base monetaria de Estados Unidos: puesto que se comprobó que la manipulación de los tipos de interés de los fondos federales no era suficiente y la economía continuaba necesitando estímulos adicionales, la Reserva Federal (FED) decidió recurrir a la compra de activos a gran escala popularmente conocida como flexibilización cuantitativa o QE¹⁶. Esto supuso un aumento en el tamaño del balance de la FED desde los 0,9 billones de dólares en 2007 hasta los casi 4 billones de dólares a finales de 2013 (Figura II).

Figura II. Activos en el Balance de la FED (Ag.2007-Nov.2013).



Fuente: Federal Reserve.

El programa de flexibilización cuantitativa de Estados Unidos tuvo tres fases diferenciadas en el tiempo que adquirieron los sobrenombres de QE1, QE2 y QE3. La FED tenía entre 700.000 y 800.000 millones de dólares en *Treasury notes* antes del comienzo de la recesión. A finales de noviembre de 2008, la FED puso en marcha la expansión monetaria y comenzó a adquirir *Mortgage Backed Securities (MBS)* por valor de 600.000 millones de dólares. Entre marzo y octubre de 2009 (QE1), la base monetaria del país se incrementó en 374.000 millones de dólares, aumentándose a la vez las reservas de la FED en 356.000 millones. Hacia marzo de

¹⁶ El entonces presidente de la FED, Bernanke (2009), se refirió a este programa como “flexibilización crediticia” en lugar de “flexibilización cuantitativa” para distinguirlo de la política dirigida únicamente a expandir el balance (ver nota bibliográfica).

2009, el balance de la FED reflejaba unos activos valorados en 1,75 billones de dólares en forma de deuda bancaria, *MBS* y *Treasury notes*, alcanzando un máximo de 2,1 billones en junio de 2010 (Figura II). Tras comprobar la mejora en la economía, se detuvieron las adquisiciones, que fueron retomadas en agosto de ese mismo año al considerarse que el crecimiento carecía de robustez (Novales, 2010).

En noviembre de 2010 la FED anunció una segunda ronda de QE (QE2) en la que se adquirieron 600.000 millones de dólares en activos a un ritmo de 75.000 millones mensuales, completándose el programa de compra en junio de 2011. Finalizada la QE2, la FED no implementó políticas expansivas adicionales por un período aproximado de 6 meses. En septiembre de 2011, insatisfecha por el lento crecimiento y la debilidad del mercado laboral, la FED anunció un *Maturity Extension Program* por el que se comprarían 400.000 millones de dólares en *Treasury securities* con vencimiento a largo plazo, vendiéndose una cantidad equivalente de los mismos activos con vencimiento a corto plazo. Es lo que se conoció como la “Operación *Twist*”. A diferencia de la QE, este programa no modificó el volumen de activos de la FED, las reservas bancarias o la base monetaria. Parece que la FED lo que buscaba era una acción que conllevara un estímulo adicional, de menor entidad que otra QE (Labonte, 2014).

En septiembre de 2012, la FED manifestó su preocupación por el hecho de que el crecimiento económico seguía sin ser adecuado para provocar una mejora sostenida en el mercado de trabajo ni para lograr el objetivo de inflación del 2%. Por ello, anunció que volvía a implementar una tercera ronda de compra de activos a gran escala (QE3). En este caso, la FED no puso fecha de caducidad a este nuevo programa, señalando que se mantendría en vigor hasta que el mercado de trabajo mostrase síntomas sustanciales de mejora. En diciembre de 2013, la FED anunció que iba a comenzar a disminuir la compra de activos, empezando en enero de 2014. De los 85.000 millones de activos que se compraban mensualmente en la QE3, la FED redujo la cantidad a 75.000 millones en enero y a 65.000 millones en febrero. Recientemente, en marzo, en la primera reunión del FOMC de la nueva presidenta de la FED, Janet Yellen, anunció una nueva reducción en la compra de activos de 10 billones de dólares. En la medida en que la economía de Estados Unidos siga mejorando, se prevé que el fin definitivo de la QE llegue en el último trimestre de

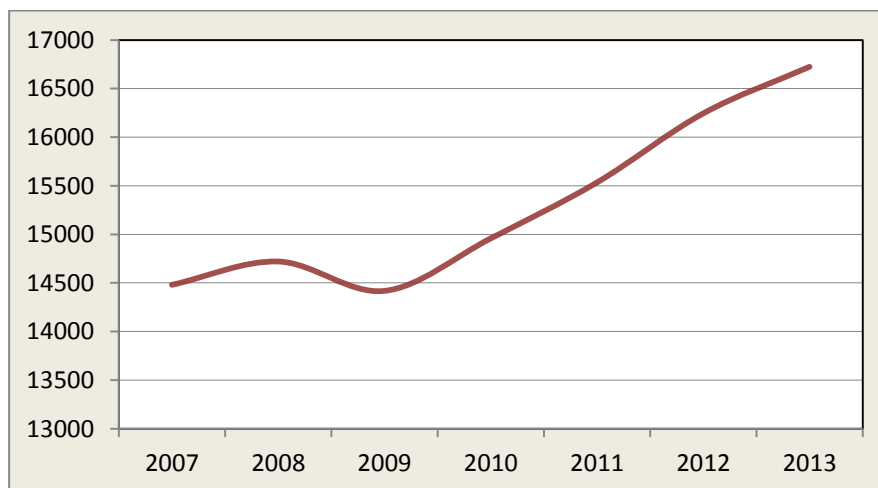
2014. Sin embargo, la FED no ha proporcionado una fecha exacta a día de hoy (Saphir, 2014).

II. Efectos.

Desde mediados de 2009, la economía de Estado Unidos ha experimentado un crecimiento estable, pero insuficiente para lograr el pleno empleo (Figuras III y IV). Dos años después del fin de la recesión, la tasa de desempleo se mantiene a un nivel muy superior al del año 2007.

Figura III. PIB EEUU (2007-2013).

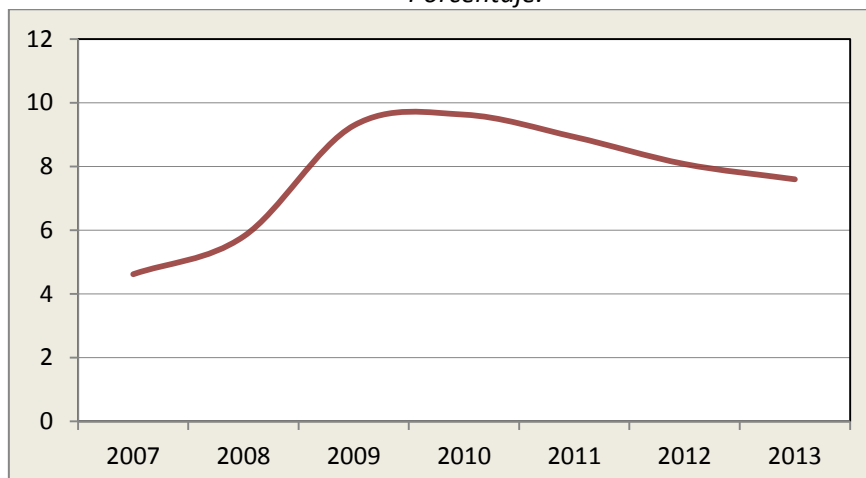
Miles de millones de \$.



Fuente: Elaboración propia, datos: U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

Figura IV. Tasa de desempleo EEUU (2007-2014).

Porcentaje.

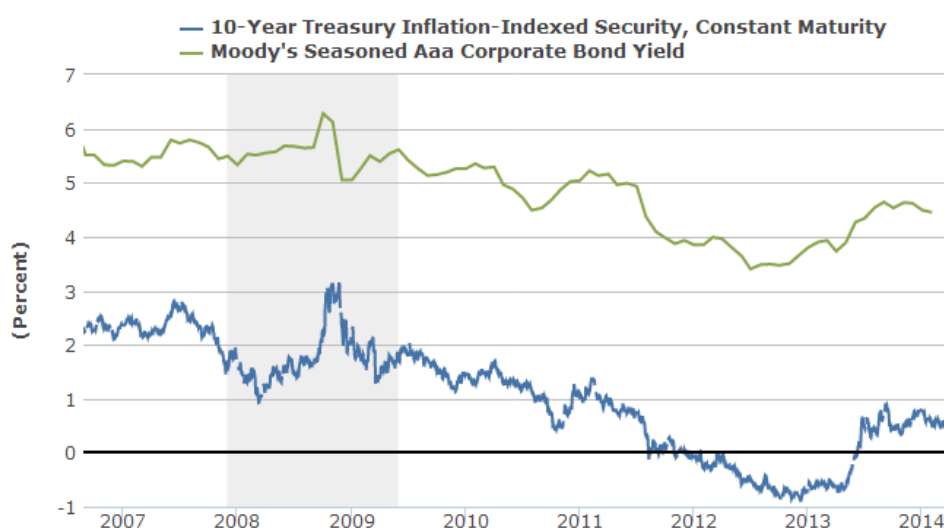


Fuente: Elaboración propia, datos: U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

La FED ha afirmado en numerosas ocasiones que el estímulo de la economía se lograría a base de reducir los tipos de interés a largo plazo. Así, se aumentaría el consumo de las familias y empresas, proporcionándoles financiación más asequible (Bernanke, 2012). Por ello, uno de los objetivos principales de la QE ha sido rebajar los tipos de interés de los *Treasury notes* a largo plazo y los *MBS*, con la esperanza de que dichas reducciones se contagien a los tipos de interés del sector privado. Observando la Figura V, que compara los tipos de interés de instrumentos públicos y privados, se observa que la FED ha conseguido, en buena medida, este objetivo.

Figura V. Tipos de interés a largo plazo EEUU (2007-2014).

Porcentaje.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

Sin embargo, para evaluar el éxito de la QE, no basta con constatar la reducción de los tipos de interés, puesto que son muchas las variables que pueden también afectar al movimiento de los tipos, como la inflación, las expectativas del mercado o el propio crecimiento económico.¹⁷

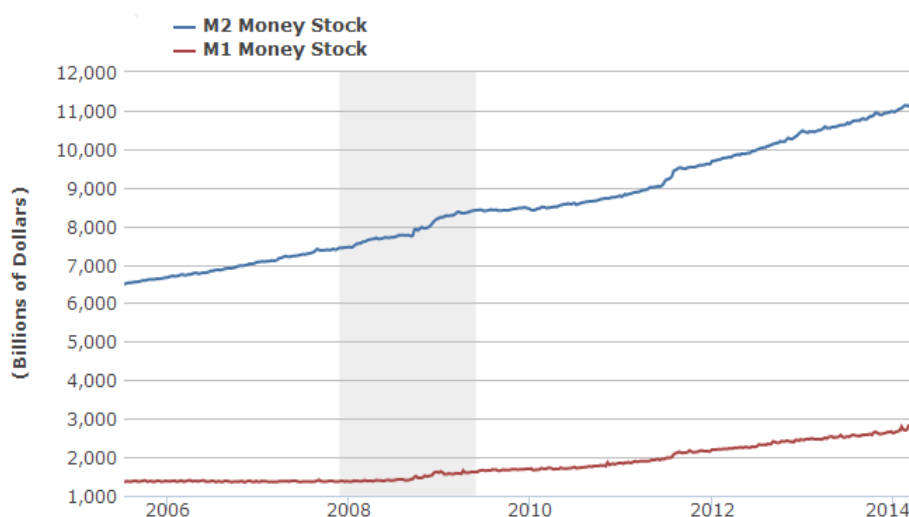
A su vez, la expansión monetaria de la QE ha tenido un importante efecto devaluador en el dólar. Como se ha explicado en el apartado 2.b 1) de este trabajo, a

¹⁷ Tal y como dijo Bernanke (2013), “la evolución de los tipos de interés a largo plazo, desde el comienzo de la crisis financiera, se han convertido en un fenómeno global que no puede ser atribuido únicamente a la política monetaria de un país. (Ver nota bibliográfica)

través de la flexibilización cuantitativa se logra aumentar la base monetaria, incrementando la oferta monetaria y, en consecuencia, creando una presión de devaluación sobre el dólar. En la Figura VI puede observarse el aumento de la base monetaria de Estados Unidos. La línea roja refleja la parte más líquida de la oferta monetaria, la moneda en circulación y las cuentas corrientes (M1) mientras que la línea azul incluye también las cuentas de ahorro y otros depósitos a plazo menos líquidos (M2). Además, la disminución de los tipos de interés (Figura V) hace menos atractivos los activos denominados en dólares por lo que disminuye la demanda de esta moneda en el mercado de divisas reduciéndose su valor.

Figura VI. Oferta Monetaria M1 y M2 EEUU (2006-2014).

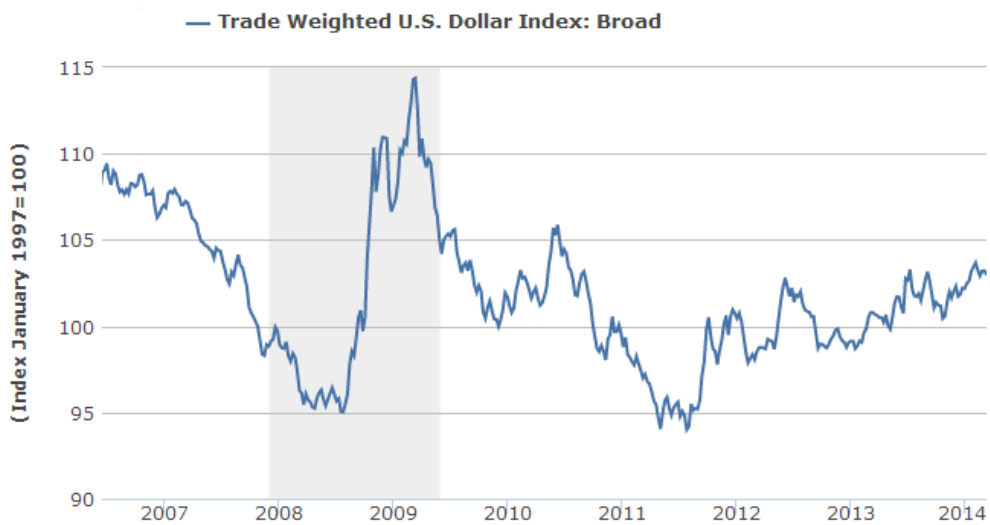
Miles de Millones de \$.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

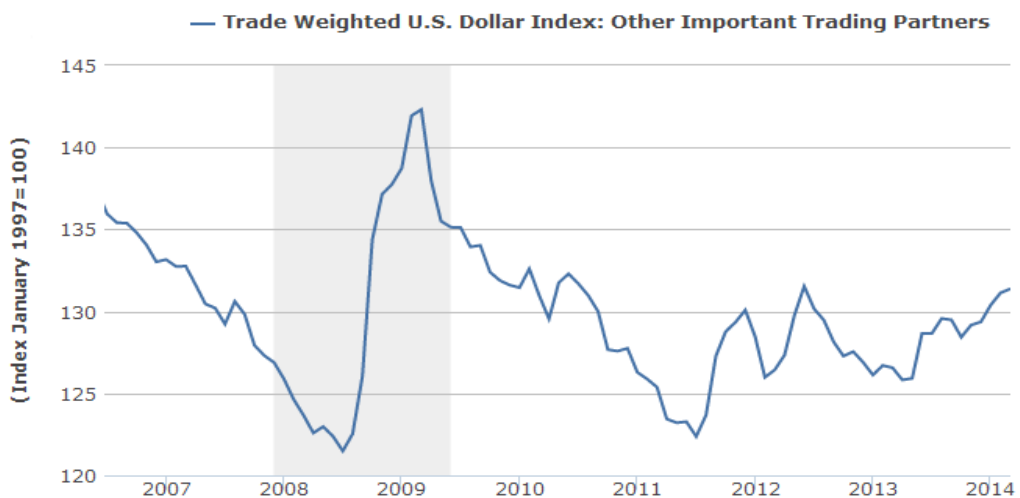
En las Figuras VII y VIII se comprueba claramente la depreciación del dólar durante los años posteriores al comienzo de la crisis financiera global, como consecuencia de la expansión monetaria. Las gráficas muestran la evolución del dólar frente a una cesta de las principales divisas (Figura VII) y frente a las divisas de los otros socios comerciales de Estados Unidos (Figura VIII).

Figura VII. Tipo de cambio dólar/principales divisas (2007-2014).
Índice 1997=100.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

Figura VIII. Tipo de cambio dólar/ divisas otros socios comerciales (2007-2014).
Índice 1997=100.



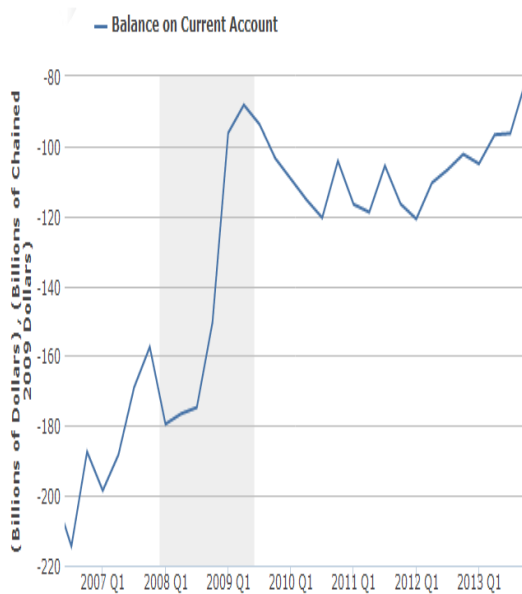
Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

El valor del dólar se redujo considerablemente desde mayo de 2009 hasta julio de 2011 y ha continuado relativamente bajo desde entonces. Simétricamente, la mayoría de divisas se apreció frente al dólar en este periodo.

Tal y como se ha sostenido en este trabajo, la devaluación de la moneda produce un efecto positivo en la balanza comercial al potenciarse las exportaciones. En las Figuras IX y X se puen comprobar ambos factores para el caso de Estados Unidos.

Figura IX. Balanza Comercial EEUU (2007-2013).

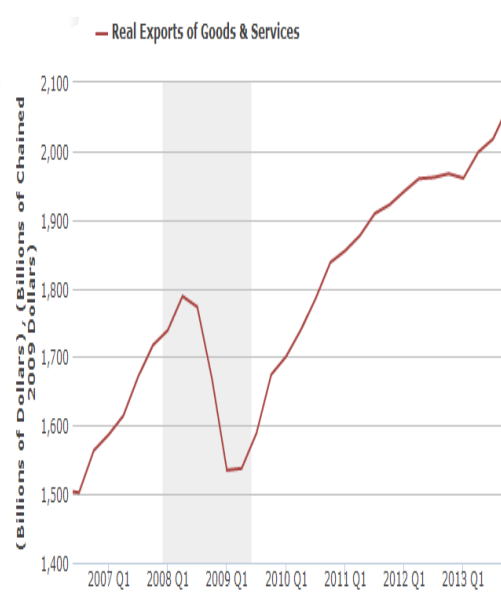
Miles de Millones de \$.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

Figura IX. Exportaciones EEUU (2007-2013).

Miles de Millones de \$.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis.

III. Críticas y debates sobre la devaluación del dólar.

- ¿Ha dirigido Estados Unidos su política monetaria hacia la devaluación del dólar?

Desde el fin de Bretton Woods y la desaparición del sistema de tipos de cambios fijo del panorama económico de Estados Unidos, la política monetaria de este país ha ido dirigida a permitir que las fuerzas del mercado de divisas fuesen las que determinasen el valor del dólar. Por otro lado, es cierto que los tipos de cambio están expuestos a la influencia de multitud de variables y políticas, tanto internas como externas. En este sentido, sin ser el objetivo principal, Estados Unidos ha implementado políticas macroeconómicas que han afectado al valor del dólar. La

más relevante de todas ellas, en la era posterior a la crisis financiera global de 2008, ha sido la flexibilización cuantitativa expuesta *supra*. Ha quedado demostrado que la devaluación del dólar ha favorecido a los objetivos principales de crecimiento económico y reducción del desempleo de la QE, puesto que se ha rebajado el déficit comercial y las exportaciones han aumentado considerablemente. Sin embargo, no se cuenta con la evidencia necesaria para afirmar que la devaluación del dólar ha sido un objetivo explícito de esta política monetaria. En este sentido, el gobierno de Estados Unidos ha indicado en numerosas ocasiones que su plan de estímulo no representa en ningún caso una devaluación competitiva puesto que únicamente persigue objetivos en su economía nacional a través de la intervención en sus activos internos (Hinge, 2013). Así, se diferencia de otras políticas que requieran la intervención directa en el mercado de divisas.

Esto no quiere decir que Estados Unidos no haya utilizado otras vías para controlar su tipo de cambio, puesto que en otras ocasiones y por otros medios, se ha actuado para influir de manera directa en el valor del dólar. En el mismo sentido, aunque Estados Unidos no haya pretendido la manipulación de la divisa, es innegable que su valor se iba a ver afectado. En conclusión, desde una perspectiva objetiva, la devaluación del dólar, sin haber sido buscada explícitamente, ha sido un efecto colateral de la QE de Estados Unidos que le ha favorecido en la consecución de objetivos más amplios (Elwell, 2012).

- ¿Ha perjudicado la QE y la consiguiente devaluación del dólar a otros países?

Una vez constatados los efectos positivos de la devaluación del dólar para Estados Unidos en sus afanes de recuperación económica, debe estudiarse si el crecimiento económico logrado ha sido a expensas de la depresión económica de otros países (crecimiento *beggar-thy-neighbor*).

Estados Unidos es la mayor economía del mundo y epicentro financiero global. Además, el dólar es utilizado como reserva de valor por prácticamente todos los países. Por ello, es indudable que sus políticas monetarias repercuten inevitablemente en la comunidad internacional vía comercio, tipos de cambio, flujos

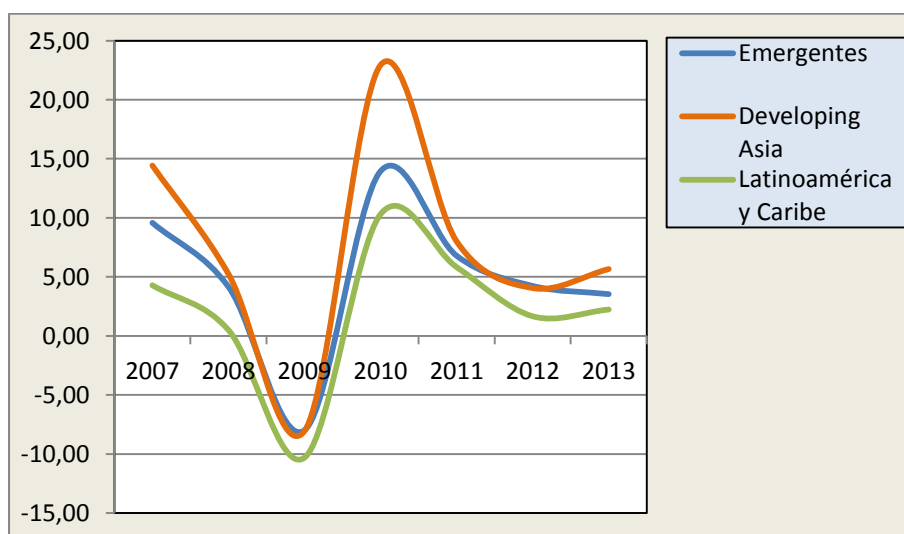
de capital y condiciones financieras en general. Las explicaciones de teoría económica expuestas en este trabajo indican que un dólar devaluado beneficia a la exportación de productos estadounidenses en perjuicio de los productos denominados en otras divisasy, y provoca la salida de capitales hacia otros países causando inflación (en el precio de las materias primas sobre todo) y riesgo de formación de posibles burbujas. En este sentido, las economías emergentes son las que más han sufrido estas consecuencias negativas de la expansión monetaria de Estados Unidos y la devaluación del dólar.

A modo de ejemplo preliminar, se presentan las tres siguientes figuras para intentar atisbar los efectos de la QE en las economías emergentes. Se ha utilizado una muestra con países que mantienen relaciones comerciales activas con Estados Unidos para maximizar la objetividad de las observaciones empíricas.

La Figura XI muestra los cambios porcentuales en las exportaciones de estos grupos de países. Se observa claramente que, en todos los casos, que las cifras de bienes y servicios exportados ralentizan su crecimiento entre los años 2010-2013. Los datos contrastan con el del aumento de exportaciones de bienes estadounidenses en el mismo periodo (Figura X).

Figura XI. Exportaciones Totales Emergentes (2007-2013).

Cambio porcentual.

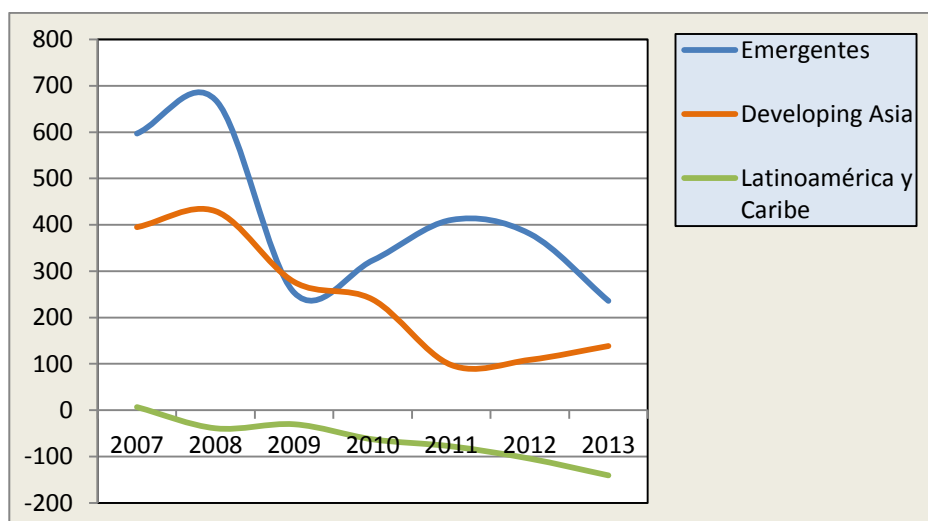


Fuente: Elaboración propia, datos: International Monetary Fund, World Economic Outlook 2013.

La Figura XII muestra los resultados de la balanza comercial de estos países. También se observa un brusco empeoramiento de las cifras en los tres casos, en gran medida causados por la caída en las exportaciones y el encarecimiento de las importaciones denominadas en dólares

Figura XII. Balanza Comercial Emergentes (2007-2013).

Miles de Millones de \$.

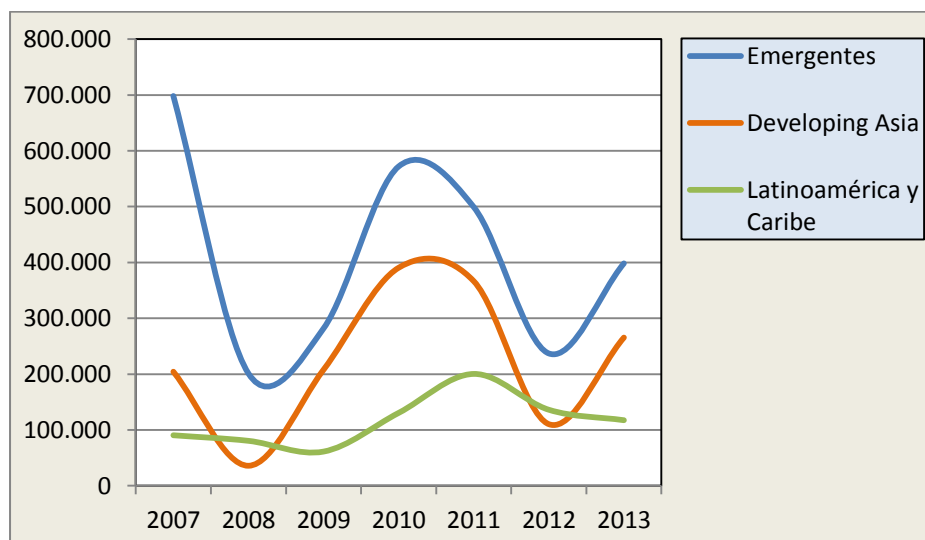


Fuente: Elaboración propia, datos: International Monetary Fund, World Economic Outlook 2013.

La Figura XIII recoge los flujos de capitales entrantes en estas economías. El exceso de dólares, unido a los bajos tipos de interés de Estados Unidos hizo que los inversores buscasen mayores rentabilidades en los países emergentes. De este modo, se comprueba el considerable aumento de los flujos de capitales entrantes durante los primeros años de la QE. El propio FMI (2012) reconoció que la QE1 tuvo un gran efecto en los flujos de capital entrantes en los países emergentes, mucho mayor que la QE2.

Figura XIII. Entrada Flujos de Capital Emergentes (2007- 2013).

Miles de Millones de \$.



Fuente: Elaboración propia, datos: International Monetary Fund, World Economic Outlook 2013.

No son pocos los autores que señalan que, en conjunto, los efectos de la QE sobre los países emergentes han sido favorables. Así, Subramanian (2014) señala que el balance es positivo, aunque ocasionalmente les haya podido perjudicar. En opinión del autor, la QE ha sido beneficiosa para estos países puesto que ha minimizado, o incluso eliminado, el riesgo de colapso económico mundial tras la crisis de *Lehman Brothers*. En este sentido, el FMI (2012) señala que muy pocos países cuestionaron la QE1 puesto que ocurrieron en una situación económica mundial muy delicada y sus beneficios fueron innegables.

Por otro lado, las QE2 y QE3 se llevaron a cabo en momentos en los que la situación económica mundial no presentaba riesgos de colapso tan acrecentados y los países emergentes presentaban síntomas de sobrecalentamiento macroeconómico. Desde el tercer cuarto de 2009 hasta mediados de 2010, el crecimiento de estos países fue elevado y sus divisas se apreciaron, en gran parte debido a la entrada de dólares devaluados. En este sentido, Arahuetes García (2011) señala que los países emergentes que siguen sistemas de tipos de cambio próximos a la flotación se vieron muy afectados por la entrada masiva de capitales. Así, en 2010 recibieron un

volumen de 990.000 millones de dólares, cifra lejana a los 644.000 millones de 2007. (Institute for International Finance, 2011) Estos flujos financieros causaron la apreciación de los tipos de cambio, provocando importantes efectos negativos en las balanzas comerciales, contribuyendo también a la formación de burbujas de activos.

En las Figuras VII y VIII se observa que el dólar se ha depreciado prácticamente frente a todas las divisas (desde luego frente a las más relevantes y frente a aquellas de los países que mantienen relaciones comerciales con Estados Unidos). Es importante señalar que la tendencia devaluativa parece haberse revertido tras el anuncio del fin de los estímulos. Esto representa una prueba concluyente sobre el efecto de QE sobre las divisas de estos países emergentes.

A pesar de que los datos confirman la hipótesis de la existencia de perjuicios económicos causados por la QE y la devaluación del dólar a los países emergentes, cualquier tipo de conclusión debe establecerse con cautela. El FMI (2012), mediante de sus estudios sobre las consecuencias de la QE, ha reconocido algunos puntos de conexión causal en la QE y el perjuicio señalado.

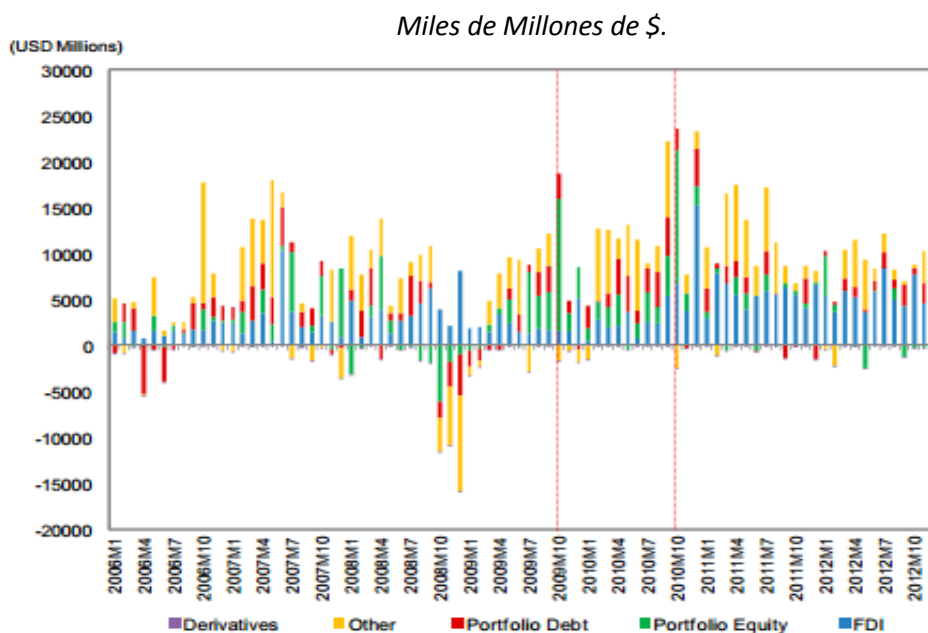
Habiendo expuesto las consecuencias de la QE en los países emergentes a *grosso modo*, se presentan a continuación los dos casos seleccionados de Brasil y Turquía para intentar evidenciar los perjuicios reales causados por la QE en los países emergentes en dos momentos de tiempo diferenciados. En el Primer caso, Brasil sufrió las consecuencias de la devaluación del dólar desde la etapa más temprana de la QE. En cambio, Turquía se ha visto especialmente afectada tras el reciente anuncio de la reducción y fin inminente de los estímulos monetarios de la FED.

BRASIL

Tras recuperarse de los daños sufridos por las crisis económicas de 1994 (“*Tequila Crisis*” de México) y de 1997 (Crisis de los países del Este asiático), Brasil llegó al año 2007 como la quinta economía del planeta, espoleada por un vasto desarrollo de sus sectores exportador, manufacturero y tecnológico. Habiendo adoptado un tipo de cambio flotante, Brasil se perfilaba en aquel momento como ejemplo del triunfo del capitalismo y del desarrollo económico.

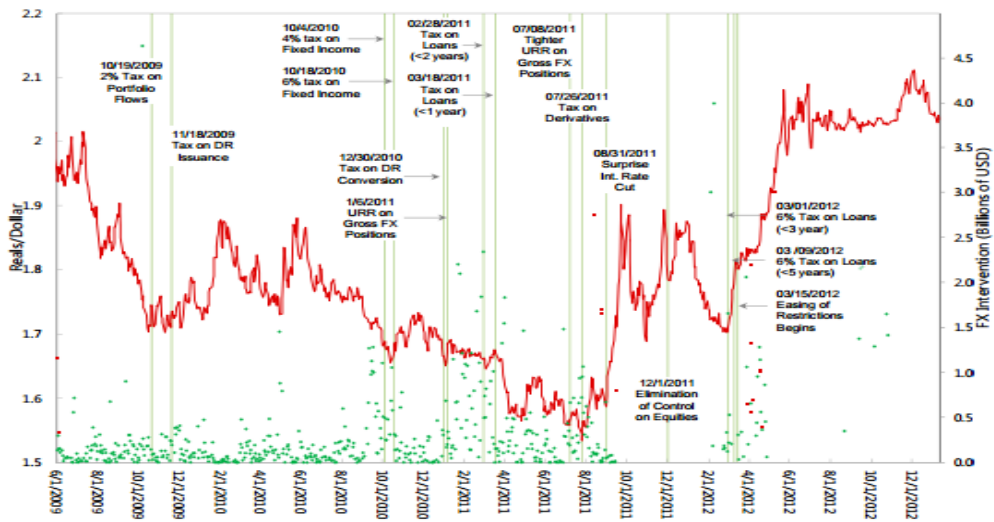
Tras el colapso financiero mundial de 2008, el gran mercado interno con el que contaba Brasil se convirtió en un imán para la entrada de capitales extranjeros que buscaban las rentabilidades que no ofrecían los mercados de Estados Unidos o Europa. Las inversiones extranjeras fueron acogidas con agrado por el gobierno brasileño que no estableció trabas en un primer momento. Sin embargo, entre los años 2009 y 2011, la descontrolada entrada de capitales (Figura XIV) provocó el real brasileño se apreciara vertiginosamente desde los 2.4 reales/dólar hasta los 1.60 reales/dólar (Figura XV). Un estudio del propio Banco Central de Brasil (Barroso, Pereira Da Silva y Soares, 2013) evidenció que la entrada excesiva de flujos de capital fue la principal causa de los perjuicios provocados en la economía brasileña.

Figura XIV. Entrada de Flujos de Capital Brasil 2006-2012.



Fuente: Banco Central do Brasil.

Figura XV. Tipo de cambio USD/Real, controles de capital e Intervenciones del Banco Central Brasil (2009- 2012).

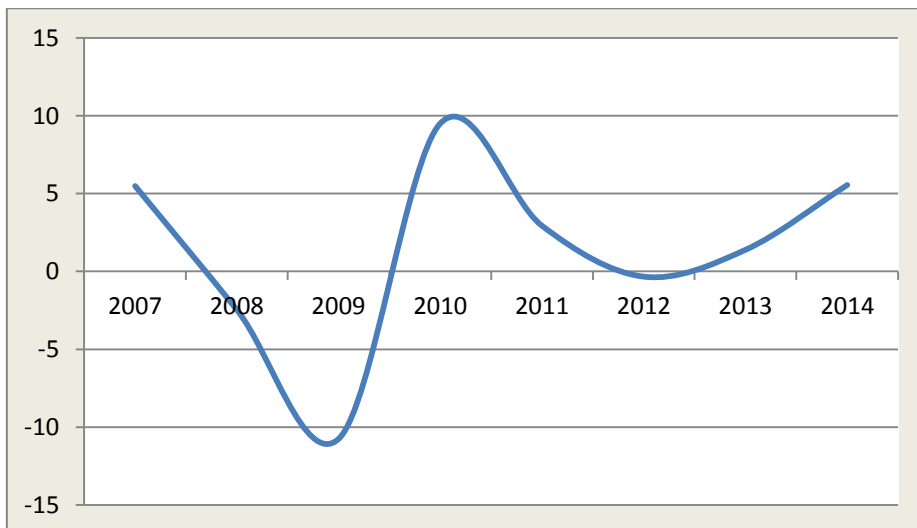


Fuente: Banco Central do Brasil.

La apreciación del real frente al dólar de un 40% en sólo tres años fue enormemente perjudicial para el sector exportador brasileño, que tocaba fondo en 2009 (Figura XVI).

Figura XVI. Exportaciones Bienes y Servicios Brasil (2007-2014).

Cambio porcentual.



Fuente: Elaboración propia, datos: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior de Brasil.

De hecho, la balanza bilateral con Estados Unidos pasó de un balance positivo de 15.000 millones de dólares a arrojar un déficit de 6.000 millones en estos dos años. Brasil se enfrentaba también al problema de la inflación descontrolada, causada por el exceso de demanda de sus activos, trasladándose esta a bienes de primera necesidad. Fue este colapso comercial, y la incapacidad de controlar la apreciación de su moneda, lo que incitó al ministro brasileño de finanzas, Guido Mantega, a realizar las famosas declaraciones a finales de septiembre de 2010 sobre la “guerra de divisas”. Se refería Mantega a las intervenciones de los bancos centrales con el objetivo de depreciar sus divisas para potenciar su competitividad exterior, en el contexto de la crisis económica mundial (Wheatley y Garnhna, 2010).

El perjuicio causado en las exportaciones brasileñas no se limitó únicamente a aquellas dirigidas Estados Unidos. Dado que muchos países mantienen un sistema de tipos de cambio de paridad con el dólar, una apreciación del real frente al dólar también supuso la apreciación del real frente a estas divisas. Así por ejemplo, el real se apreció un 40% frente al yuan chino, perdiendo el sector textil y manufacturero cualquier posibilidad de competir con los productos chinos.

En un primer momento, el Banco Central de Brasil reaccionó frente a la entrada masiva de capitales comprando los dólares. El objetivo era incrementar la demanda de dólares, para rebajar la presión sobre el real y controlar su apreciación (los puntos verdes de la Figura XV representan estas intervenciones). Como se observa, las compras de dólares tuvieron una eficacia muy limitada puesto que no consiguieron frenar la apreciación del real.

En el segundo trimestre de 2011 la economía brasileña tocaba fondo. En marzo, con el real en su punto más alto, la inflación se situaba en el 6,3%, muy por encima del objetivo del 4,5%. De hecho, en vista del riesgo inflacionista que conllevaba la compra de dólares, Mantega decidió limitar la medida, resignándose a aceptar la apreciación de su moneda, en aras de luchar contra la inflación. El *Wall Street Journal* lo bautizó como la rendición de Brasil en la “guerra de divisas” (Lyons, 2011). En estas fechas, el banco de inversión Nomura declaraba a Brasil como “el gran perdedor de la guerra de divisas” (Coterril, 2011).

El gobierno de Brasil respondió en segunda instancia con la imposición de medidas proteccionistas de diversa índole, incluyendo aranceles a las entradas de capital, aumento de los requerimientos de reservas para los bancos que comprasen dólares y otras formas de controles de capital entre los años 2009 y 2012 (Figura XV). De acuerdo con el estudio de Chamon y García (2013), estos controles de capital tuvieron una eficacia limitada en el sentido de que consiguieron aumentar el precio de los activos para los inversores extranjeros, pero no frenaron completamente la apreciación del real. Así se logró segmentar parcialmente el mercado interno brasileño del mercado internacional.

A principios de 2012, coincidiendo con una notable reducción de la entrada de flujos de capital, el real frenó su apreciación, iniciando el regreso hacia su valor fundamental. A día de hoy todavía se discute si los controles de capital tuvieron una influencia relevante en el freno de la apreciación del real. Algunos estudios argumentan que no se cuenta con evidencia suficiente para afirmar la efectividad real de estas medidas en el caso de Brasil (Jinjarak, Noy y Zheng, 2013). El mencionado estudio de Chamon y García (2013) explica que los controles únicamente consiguieron depreciar el real un 5%. Sin embargo, estos estudios no consiguen apuntar cuáles han sido las causas de la corrección del precio del real. Otros analistas opinan que, si bien es posible que el efecto teórico de la imposición de controles de capital en Brasil fuese limitado, estos tuvieron un impacto psicológico muy potente en los mercados, influyendo de manera relevante en la inversión y en el valor de la divisa (Rao, 2010).

En cualquier caso, en las Figuras XIV y XV queda patente que los flujos de capital fueron disminuyendo en la medida en que otras economías emergentes se iban recuperando, ofreciendo más oportunidades a los inversores. Así el real volvió a depreciarse frente al dólar. De hecho, durante el año 2012 el gobierno brasileño retiró los controles de capital, implementó políticas de flexibilización económica e incluso llegó a vender dólares para evitar una devaluación excesiva de su divisa (puntos rojos en la Figura XV).

TURQUÍA

Al igual que Brasil, Turquía ha sufrido las consecuencias negativas de la QE de Estado Unidos. Sin embargo, al contrario que en Brasil, la crisis de la divisa interna se produjo por una salida masiva de capitales que amenazó con desplomar el valor de su moneda: la lira. El desencadenante de esta crisis fue la decisión de la FED de comenzar a reducir gradualmente su programa de compra de deuda. En opinión de un reciente estudio de la agencia de calificación Moody's (2014), Turquía ha resultado ser el país más perjudicado por los ajustes de flujos de capital que se han producido en los mercados tras este anuncio de Estados Unidos.

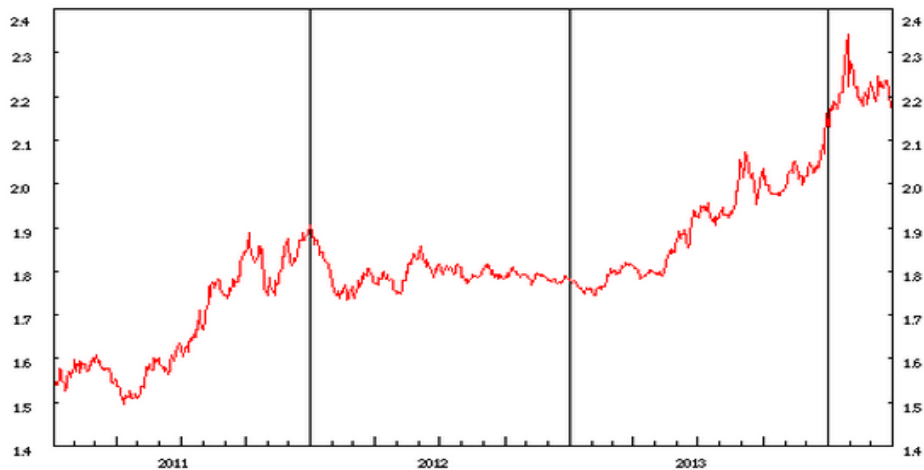
En general, los países emergentes con desequilibrios externos y especialmente dependientes de la inversión extranjera han sido los más dañados por el final anunciado de la expansión monetaria de Estados Unidos. Las estimaciones del estudio de Moody's barajan un impacto en forma de pérdida de crecimiento acumulado de entre el 2,8% y el 3.1% del PIB de los países emergentes durante el período 2013-2016 (el doble que en las economías desarrolladas). Esto es así porque los países emergentes son los más expuestos a este cambio de sentido de los flujos de capital, dado que durante los años de QE fueron los mayores receptores de los mismos (ver el caso de Brasil). Tal y como se ha expuesto, los bajísimos tipos de interés de las economías desarrolladas y la amplia liquidez disponible hicieron que los inversores dirigiesen sus capitales a los países emergentes, que contaban con mayores expectativas de crecimiento. Sin embargo, la dinámica del crecimiento mundial cambió en 2013, con la deceleración económica del grupo de los países emergentes y el incipiente crecimiento de las principales potencias (básicamente Estados Unidos). Este cambio, unido a la reducción de liquidez, ha provocado un gran descenso en el diferencial del rendimiento de los activos de las economías avanzadas y emergentes. De este modo, varios países que en su momento se beneficiaron de la entrada de capitales, tienen que lidiar actualmente con las consecuencias de las salidas de capitales: depreciación de su divisa, que a su vez provoca caídas de los índices bursátiles y desaceleración económica.

El impacto especialmente desfavorable de estos sucesos en el caso de Turquía fue motivado por tres características intrínsecas de la economía del país: 1) alto déficit

de la balanza por cuenta corriente (-7,7% del PIB), 2) bajos niveles de reservas de divisas (131.000 millones de dólares) y 3) tipos de interés oficiales más bajos que otras economías emergentes (4,5 puntos básicos). El indicador EVI (*External Vulnerability Indicator*) mide el tamaño de las necesidades financieras externas y deuda a corto plazo en relación a las reservas totales de divisas. Sirve para medir el grado de dependencia de un país ante las inversiones financieras extranjeras a corto plazo y, en definitiva, el riesgo de su situación financiera. En el caso de Turquía, a finales de 2013 el indicador llegaba a 162,8 puntos, cifra alarmante frente a los datos de Rusia (22,9), Brasil (24) o India (80).¹⁸

Los altos riesgos anunciados por este ratio a finales de 2013 se materializaron en enero de 2014 con un gran perjudicado: la lira turca. La figura XVII muestra la espiral devaluativa experimentada actualmente frente la lira frente al dólar, habiendo alcanzado su mínimo en enero de 2014.

Figura XVII. Tipo de cambio USD/Lira (2011-2014).



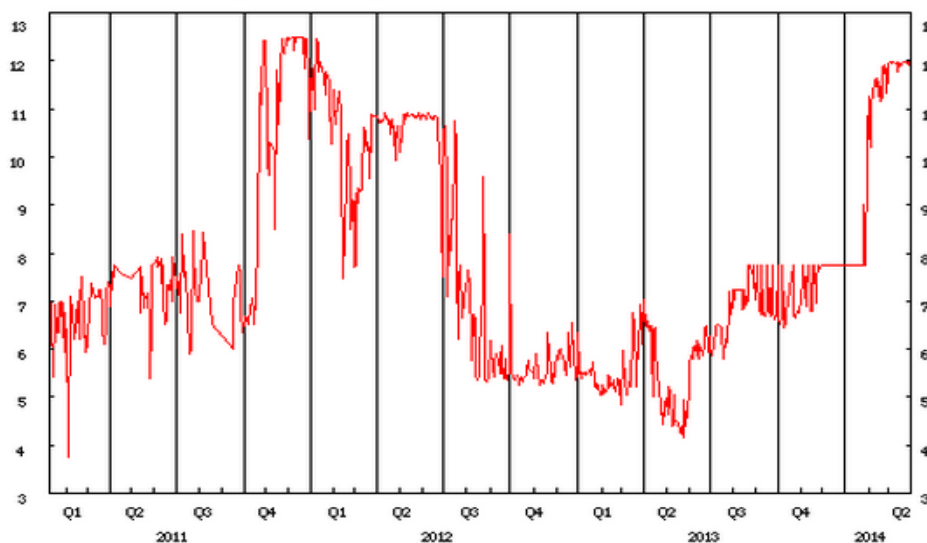
Fuente: Elaboración propia con herramienta del Banco Central de Turquía.
Nótese que la devaluación de la lira es directamente proporcional al crecimiento de la línea.

El Banco Central de Turquía, en aras de cortar la sangría de capitales, decidió subir los tipos de interés hasta los 12 puntos básicos el 28 de enero de 2014 (Figura XVIII), tras una devaluación de la lira del 13% en tan solo seis semanas (*The Economist*, 2014)

¹⁸ Fuente: Bloomberg.

Figura XVIII. Tipos de Interés Oficiales Turquía (2011-2014).

Puntos Porcentuales.



Fuente: Elaboración propia con herramienta del Banco Central de Turquía.

El presidente del Banco Central Turco, Erdem Basci, cumplió así su promesa de “utilizar los tipos de interés como arma para defender la moneda turca”. La decisión consiguió frenar la presión sobre la lira, que se apreció levemente. Muchos analistas estiman que la medida tendrá un efecto limitado a corto plazo, puesto que los problemas financieros de Turquía han sido exacerbados por un problema de inestabilidad política muy enraizado y de difícil solución. (Forbes, 2014). En este sentido, actual primer ministro del gobierno turco, Tayyip Erdogan, se había mostrado en contra de la subida de los tipos de interés para evitar ralentizar el crecimiento económico.

Actualmente no existe discusión en torno al hecho de que la crisis podría haberse evitado (o al menos haberse moderado sus consecuencias) si se hubiere previsto con anterioridad. La incapacidad de anticipación de las autoridades y de los organismos internacionales provocó que no se implementasen medidas preventivas de relevancia. En este sentido, llama la atención un informe de la agencia de calificación Moody's (2013) titulado “*QE Tapering & Turkey: Impact on Various Sectors of Turkish Economy Will Likely be Limited and Short-Lived Given Existing Buffers*”, publicado sólo un mes antes del desplome de la lira, en el que descartaba una crisis económica fruto del fin anunciado de la QE de Estados Unidos. En el informe puede leerse: “[...] el balance del país (Turquía) y su economía poseen suficientes amortiguadores para

enfrentarse con éxito a los retos financieros que conllevará el escenario del fin de la QE. Esto se debe a una serie de medidas introducidas desde la recesión de 2009, que han reforzado la capacidad de Turquía para hacer frente a la volatilidad de los flujos de capital”.

En cuanto a las consecuencias de la devaluación extrema de la moneda turca, los analistas estiman que es demasiado pronto para poder determinarlas con precisión. Por el momento, millones de ciudadanos han sufrido la pérdida de valor de sus ahorros. Además, el sector bancario puede haber quedado al borde del abismo al haberse reducido el valor de sus activos y, en particular, el valor de sus préstamos y de sus operaciones de “*currency hedging*”. Por otro lado, el sector exportador no se ha visto especialmente beneficiado de la depreciación de la lira, puesto que la mayoría de bienes producidos en Turquía dependen de importaciones de materias primas y otros *inputs*, que se encarecen. Por otro lado, muchas empresas se enfrentarán a una difícil situación financiera al tener que hacer frente a sus deudas internacionales con una moneda devaluada.

En resumen, Turquía destaca como uno de los países más perjudicados por la el fin anunciado de la expansión monetaria de Estados Unidos (Argentina y Sudáfrica han experimentado crisis de divisas idénticas a la de Turquía por causas muy similares). Un país enormemente dependiente del capital extranjero y azotado por una gran inestabilidad política, fue incapaz de prevenir el desplome de su moneda.

JAPÓN

i. Situación Macroeconómica y la Expansión Monetaria.

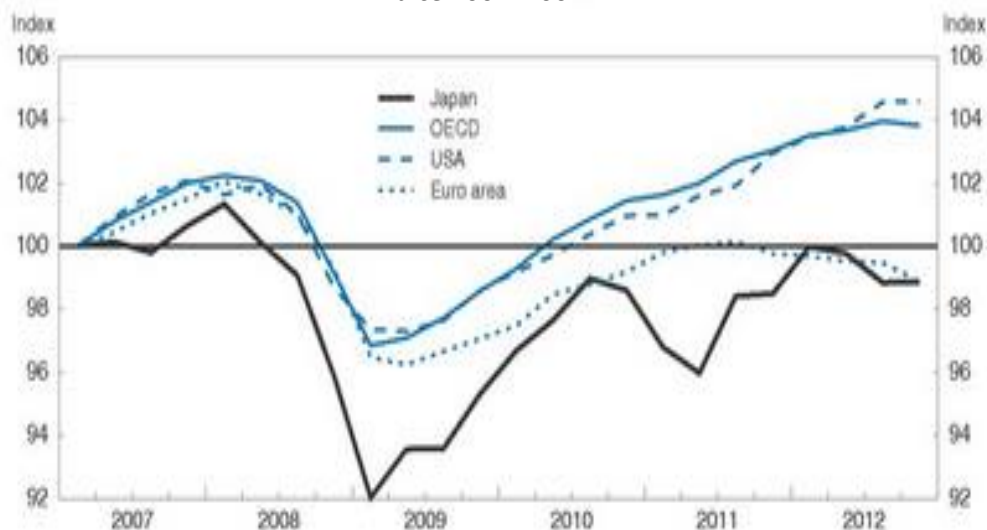
La economía japonesa del siglo XX se ha caracterizado por su convulsión e inestabilidad. Tras las dos guerras mundiales, Japón experimentó una época dorada de crecimiento económico, con una media del 10% durante el periodo 1955-1970 y del 5% en las décadas de los setenta y ochenta. Estos niveles de desmesurado crecimiento provocaron la formación de grandes burbujas en los mercados bursátil e inmobiliario. El colapso económico llegó a finales de los ochenta dando lugar a lo que se conocería más tarde como “la década perdida”, un periodo de crecimiento prácticamente nulo durante los noventa. Cuando el país parecía comenzar a recuperarse, en 2008-2009 la crisis financiera mundial volvió a golpear con dureza su economía. Por último, en 2011, un catastrófico terremoto, seguido de un tsunami, perjudicó aún más el panorama económico.

A pesar de todo esto, Japón se mantiene como la tercera economía mundial, tras Estados Unidos y China. En la actual era postcrisis, la economía del país se enfrenta a tres problemas internos que pueden ser presentados de manera gráfica:

- Débil Crecimiento económico (Figura XIX).

Figura XIX. PIB Real Japón y otros Países (2007-2012).

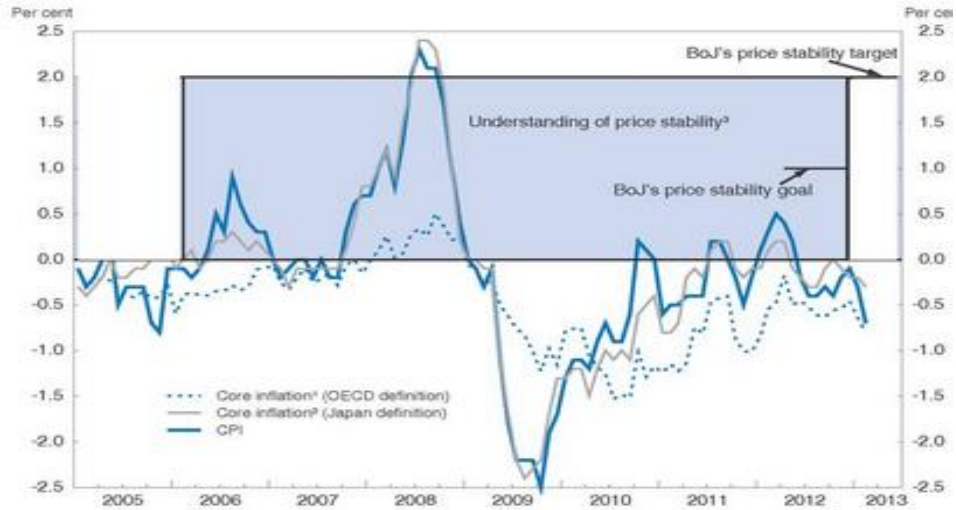
Índice 2007=100.



Fuente: OECD Economic Outlook Database.

- Deflación (Figura XX).

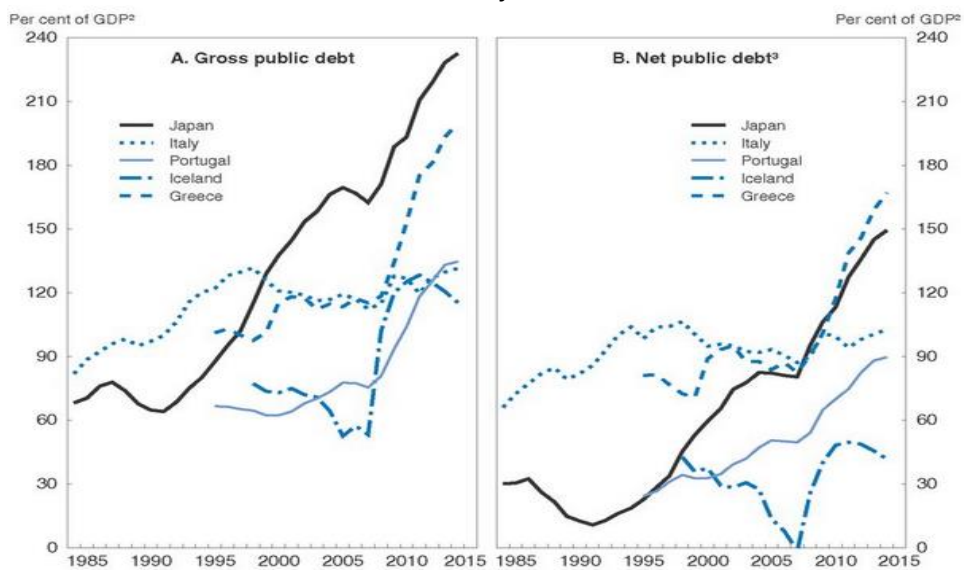
Figura XX. Índices de Precios al Consumo e Inflación Japón (2005-2013).
Porcentaje.



Fuente: OECD Economic Outlook Database y Bank of Japan.

- Finanzas públicas: Déficit Público y Deuda Pública (Figuras XXI y XXII).

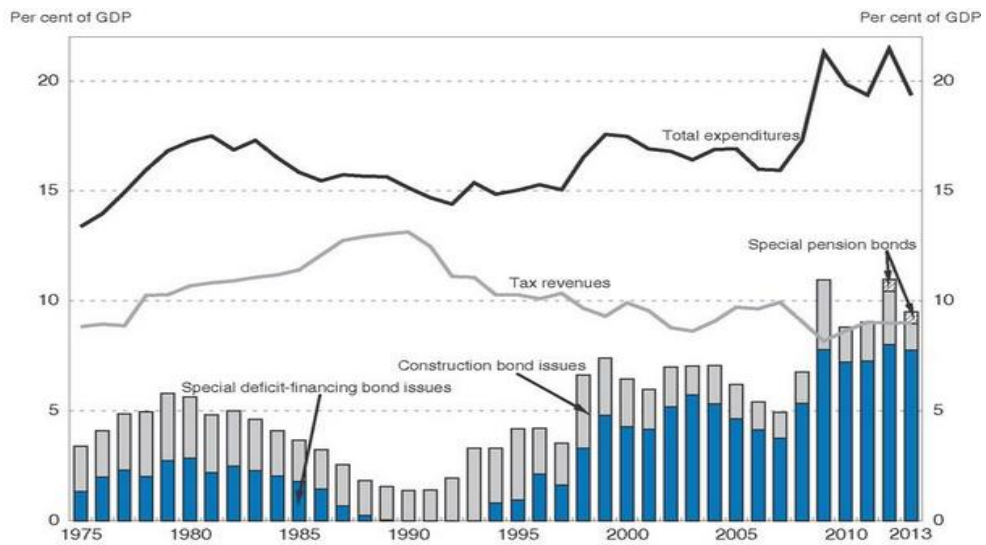
Figura XXI. Deuda pública Bruta y Neta de Japón y Países seleccionados (1985- 2015).
Porcentaje del PIB.



Fuente: OECD Economic Outlook Database.

**Figura XXII. Ingresos, Gastos y Déficit Público Japón
(1975-2013).**

Porcentaje del PIB.

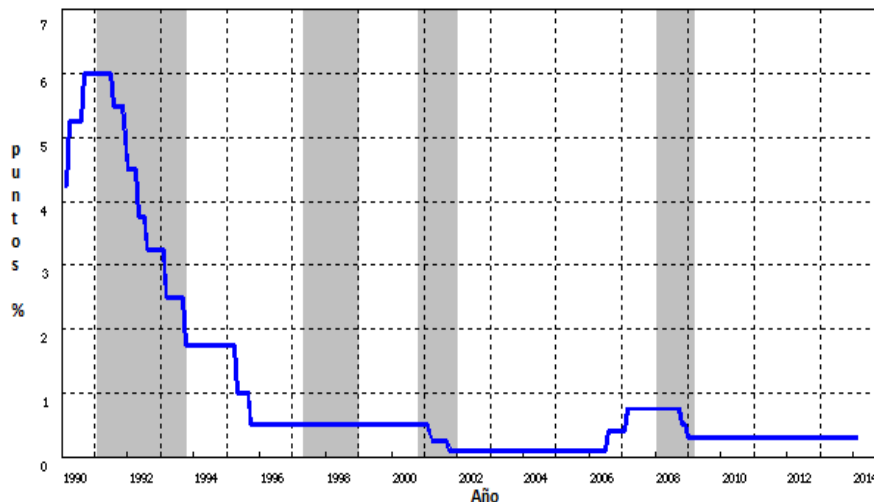


Fuente: Ministry of Finance of Japan.

Además, al igual que en el caso de Estados Unidos, Japón ha agotado las posibilidades de estimular su economía a través de los tipos de interés a corto plazo puesto que éstos llevan años en mínimos históricos, muy próximos a cero (Figura XXIII).

Figura XXIII. Tipos de Interés Oficiales Japón (1990-2014).

Puntos Porcentuales.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de Bank of Japan.

En vista de los precarios datos macroeconómicos expuestos, el gobierno japonés, encabezado por su presidente Shinzo Abe, tras llegar al poder el Diciembre de 2012, decidió implementar un paquete de medidas que configuraron su plan para revivir la economía nipona, y que adquirió el sobrenombre de “Abenomics”. Este conjunto de políticas económicas se asienta sobre tres principales pilares o *arrows*: el estímulo fiscal, las estrategias de crecimiento y la expansión monetaria.

El gobierno, inmediatamente después de ser formado, aprobó un estímulo fiscal (primer pilar) de 10 billones de yenes, que fue dirigido a tres elementos principales: el 37% se destinó a la reconstrucción de las áreas afectadas por el terremoto de 2011 y a otras medidas de prevención de catástrofes futuras, el 30% para potenciar la inversión y ayudas para las pequeñas empresas, y otro 30% para gasto social en determinadas regiones. (Gobierno de Japón, 2014). El gobierno pretende que este estímulo haga crecer el PIB a un 2% y se creen 600.000 nuevos puestos de trabajo. El objetivo es proporcionar un impulso a corto plazo mientras se desarrolla un plan pormenorizado de reformas estructurales, más lento de implementar y con efectos a más largo plazo.

Estas reformas estructurales o estrategias de crecimiento a largo plazo conforman el segundo pilar de las “Abenomics”. Es probablemente el más difícil de poner en práctica y el que mayor importancia tiene para producir una mejora sostenida en la economía japonesa y solucionar los problemas que viene arrastrando desde décadas anteriores. En líneas generales, la esencia de este pilar se encuentra en incrementar la fuerza de trabajo incorporando a más mujeres y jóvenes al mercado laboral, y desregular ciertos sectores como el energético y sanitario, en los que actualmente escasea la competencia. También se pretende establecer una zona de libre comercio con 11 países (incluyendo a Estados Unidos) del Océano Pacífico, conocido como *Trans-Pacific Partnership (TPP)*.

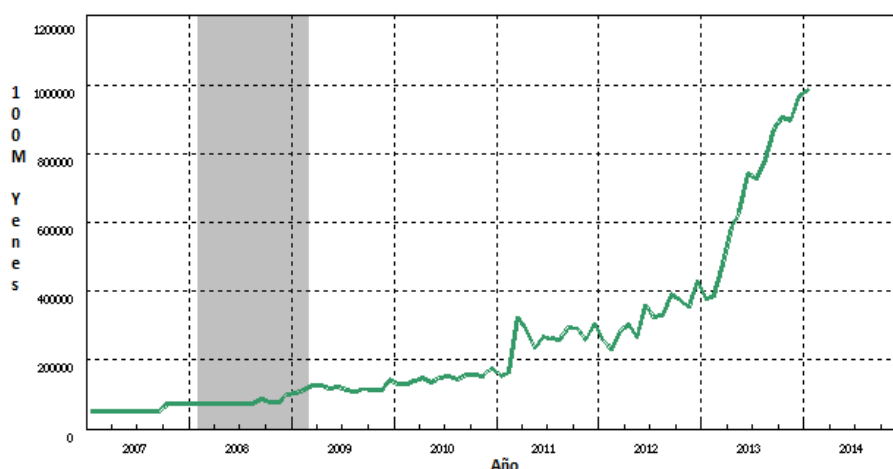
Por último, el tercer pilar, el más relevante para el presente trabajo, se asienta en la expansión monetaria. El Banco de Japón (BoJ), desde la década de los noventa, ha intentado luchar contra la deflación y estimular el crecimiento económico de manera infructuosa. Políticas expansivas como el recorte de los tipos de interés hasta prácticamente cero e intentos de flexibilización cuantitativa se mostraron incapaces

de enderezar el rumbo de la economía. Shinzo Abe fue muy crítico con las actuaciones pasadas del BoJ y resaltó la necesidad de implementar políticas más agresivas. Así, el nuevo gobierno situó el objetivo de inflación en el 2%, con el ánimo de alcanzarlo “en el menor tiempo posible” (Kihara, 2012). En abril de 2013 el BoJ (2013) anunció las nuevas medidas de expansión económica que definió como “*qualitative and quantitative monetary easing*” para lograr su objetivo de inflación en dos años.

La primera de las medidas de flexibilización cuantitativa consistiría en doblar la QE (ya existente, pues el BoJ realizaba compras de deuda estatal con una periodicidad constante) durante los próximos dos años. De esta forma, la base monetaria pasaría de los 138 billones de yenes a finales de 2012, a los 270 billones a finales de 2014. Esto conllevaría unas compras de activos mensuales equivalentes al 1% del PIB. En la Figura XXIV se aprecia la expansión de las reservas del BoJ como consecuencia de la compra de activos. En cierto modo, esta sería la parte cuantitativa del programa. Por otro lado, la segunda medida consistiría en doblar la fecha media de vencimiento de la deuda adquirida, pasando de tres a siete años. En otras palabras, el BoJ pretendía empezar a comprar deuda con vencimiento a mayor plazo, incluyendo bonos a cuarenta años. Esta fue considerada como la parte cualitativa de la expansión monetaria. La idea subyacente de esta medida es intentar extraer del mercado este tipo de deuda para animar a las entidades bancarias a buscar inversiones de mayor riesgo, en forma de préstamos a las familias y empresas o de compra de activos de mayor rentabilidad. Además, esta medida también contemplaba el objetivo de rebajar los tipos de interés al largo plazo como resultado de la mayor demanda de la deuda estatal, para así potenciar el crecimiento económico.

Figura XXIV. Reservas del BoJ Japón (2007-2014).

100 Millones ¥.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de Bank of Japan.

El elemento psicológico de este programa de expansión monetaria es clave: se pretendía romper el círculo vicioso de la deflación que creaba mayores expectativas futuras de deflación imposibilitando la solución al problema. Por otro lado, la expansión de la base monetaria también tenía el objetivo explícito de devaluar el yen con vistas a proporcionar una mayor competitividad al sector exportador japonés, tal y como se expondrá en el siguiente apartado.

ii. Efectos.

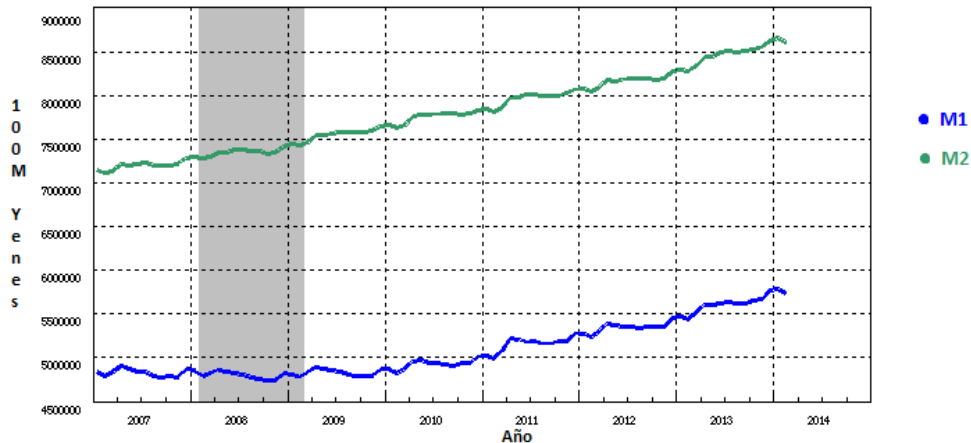
Al contrario que en el caso de Estados Unidos, que comenzó su expansión monetaria con anterioridad, siendo su finalización inminente, es pronto para comprobar los efectos de la QE de las “Abenomics”, que tiene un año y todavía le queda, al menos, otro de vigencia. Se presentan gráficamente la evolución de las variables más representativas durante este primer año para comprobar sus resultados más cortoplacistas e intentar intuir futuras tendencias.

El primer y más claro efecto de la expansión monetaria ha sido el aumento de la base monetaria y, en consecuencia, el aumento de la oferta monetaria. La Figura XXV muestra el aumento paulatino que han experimentado sus elementos M1 y M2. Esto, a su vez, ha hecho aumentar la inflación, que en enero de 2014 se situaba en el 1,41%, no muy lejos del objetivo del 2%. A pesar de una caída con respecto al

mes anterior, parecen olvidados, al menos momentáneamente, los riesgos de deflación, habiendo sido superada ésta en julio de 2013 (Mogi, 2014).

Figura XXV. Oferta Monetaria M1 Y M2 Japón (2007-2014).

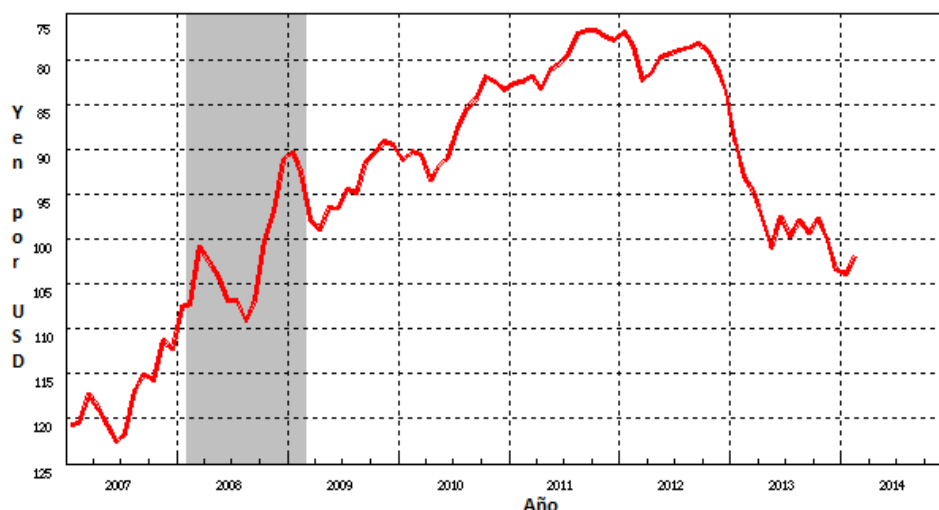
100 Millones ¥.



Fuente: Elaboración propia con herramienta de Bank of Japan.

El aumento de la masa monetaria ha tenido el efecto depreciador sobre el yen, que ha perdido valor frente a la mayoría de divisas desde julio de 2012. En la Figura XXVI se observa la depreciación del tipo de cambio frente al dólar, que ha perdido más de un 16% en los últimos 7 meses. En este mismo periodo perdió un 24% frente al euro. El hecho de que Estados Unidos estuviese expandiendo su base monetaria en el mismo momento y aún así se deprecie el yen, es un indicador de la entidad de la QE de la economía japonesa. Muchos países mostraron su preocupación por esta tendencia del yen, que amenazaba la recuperación de sus economías. En febrero de 2013 las reuniones del G7 y G20 reiteraron que no entrarían en una dinámica de devaluaciones competitivas. Desde entonces, el tipo de cambio del yen frente al dólar y el euro ha moderado su caída (Hung- Yi, 2013).

Figura XXVI. Tipo de Cambio Yen/USD (2007-2014).



Fuente: Elaboración propia con herramienta de Bank of Japan.

Nótese que la devaluación del yen es directamente proporcional al crecimiento de la línea.

Debe señalarse que, antes de julio de 2012, el yen se había mantenido en una tendencia apreciadora frente al dólar por un período de 5 años, ganando un 40% de valor frente a esta divisa. El cambio en la fecha señalada coincidió con el deterioro de la balanza comercial (Figura XXVII). El déficit de la balanza comercial aumentó en gran medida durante el verano de 2012. La devaluación del yen ayudó a mantener una tendencia alcista en las exportaciones, aunque no lo suficiente para superar a las importaciones, cuyo crecimiento sobredimensionado (debido a la pérdida de poder adquisitivo del yen) en 2012 volvió a agravar la situación del déficit comercial.

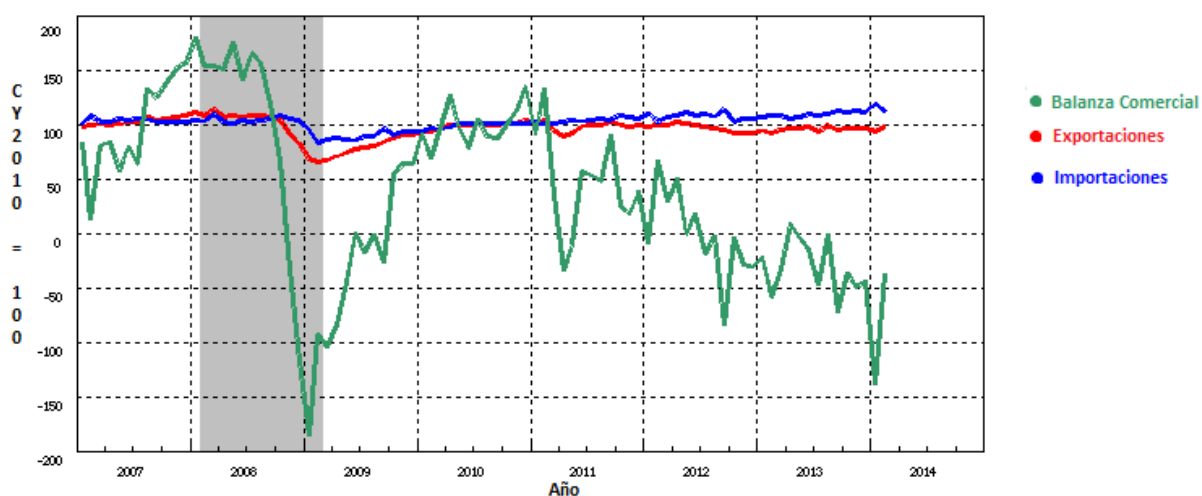
La incapacidad de los estímulos de espolear suficientemente las exportaciones, aún con el yen muy devaluado, ha provocado el surgimiento de dudas sobre la eficacia de las “Abenomics” entre algunos analistas y medios de comunicación. Así, ha cobrado fuerza el argumento de que el yen depreciado influye en muy poca medida en las exportaciones puesto que las grandes empresas japonesas han situado sus centros de exportación en países extranjeros, donde los bienes están denominados en otras divisas. Por otro lado, en opinión de Sakuma (2013), la depreciación del yen todavía puede tener un impacto positivo en la economía japonesa. Indica la organización que las exportaciones no han disminuido en 15 años, a pesar de que la economía sí lo ha hecho (Figura XXVII). A su vez, las inversiones domésticas de las principales empresas industriales y manufactureras representan el 80% de sus

inversiones totales, quedando así patente que muchas empresas aún exportan desde Japón.

Otros críticos señalan que la depreciación del yen no tendrá un impacto relevante en las exportaciones mientras los productores japoneses mantengan una estructura de costes productivos superior a la de sus competidores (Deutsche Bank, 2013). En este sentido, es razonable esperar que los costes de producción de las empresas exportadoras japonesas se reduzcan en un futuro cercano, ganando competitividad en el mercado internacional y reduciendo la desventaja de costes en relación a sus vecinos asiáticos. En esta línea, un reciente informe de la OCDE (2013) señala que Japón es el tercer país con un mayor beneficio en términos de la balanza de pagos del sector tecnológico.

Figura XXVII. Balanza Comercial, Exportaciones e Importaciones Japón (2007-2014).

Índice 2010=100



Fuente: Elaboración propia con herramienta de Bank of Japan.

En definitiva, parece que el primer año de “Abenomics” comienza a dar los primeros resultados con un balance inferior al esperado. Es cierto que se ha conseguido frenar la deflación y la actual tasa inflación se acerca al objetivo propuesto para 2014. Sin embargo, pese a la depreciación del yen y la disminución de los tipos de interés a largo plazo producidos por la expansión monetaria, las exportaciones no han aumentado en la medida prevista y el valor de las importaciones se ha disparado. Los últimos datos de crecimiento económico parecen

aumentar aún más la ambigüedad de los resultados actuales de las “Abenomics”. Así, en el cuarto trimestre de 2013, el PIB creció un 1% en relación al cuatrimestre anterior, menos de la mitad de la proyección esperada del 2,8%. A pesar de que el consumo interno aumentó un 0,5% y la inversión privada se incrementó en un 1,3%, las limitadas ganancias de las exportaciones (0,4%) y el aumento de las importaciones (3,5%) perjudicaron a la balanza comercial una vez más, entorpeciendo el crecimiento del país (Ujikane, 2014).

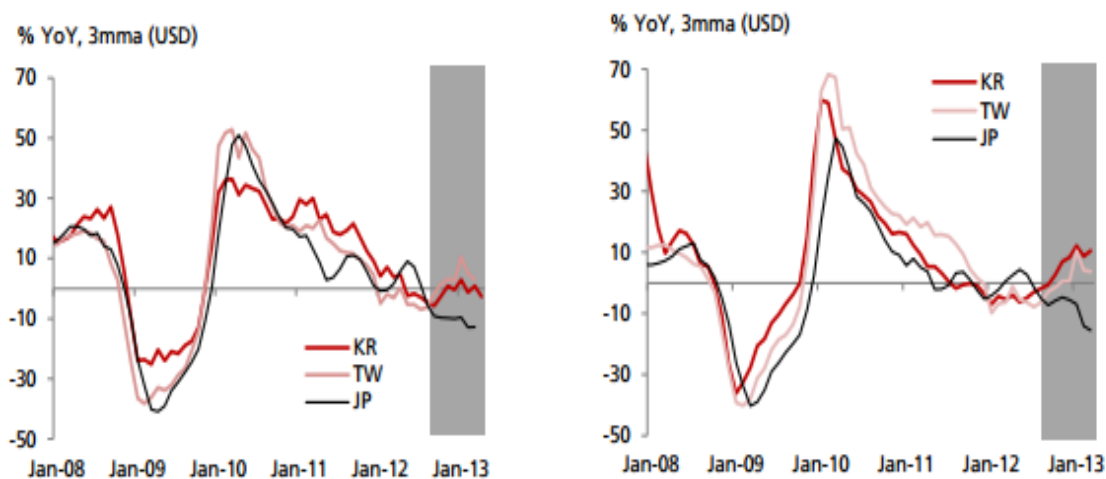
Estos resultados han vuelto a alimentar las especulaciones sobre el aumento de los estímulos monetarios y la implementación de nuevas medidas. En todo caso, debe recordarse que el plan de QE inicial no ha terminado y puede que sea demasiado pronto para extraer conclusiones sobre sus resultados finales. El informe más completo y actualizado publicado al momento de presentar el presenta trabajo establecía las siguientes conclusiones: 1) Las “Abenomics” aumentaron el crecimiento del PIB desde el 0,9% hasta el 1,7%, 2) La política monetaria representó, individualmente, un punto porcentual de dicho crecimiento gracias al estímulo en el consumo interno, 3) En el medio o largo plazo, las “Abenomics” probablemente sigan siendo estimulativas y 4) El tamaño de dicho efecto parece haberse quedado corto de momento, en vista del pobre crecimiento de las exportaciones y el PIB (Hausman y Wieland, 2014).

iii. Críticas y debates sobre la devaluación del yen.

Al contrario que en el caso de Estados Unidos, actualmente prácticamente no existe evidencia empírica que haya conseguido correlacionar la devaluación del yen con el perjuicio económico a sus socios comerciales. Por ejemplo, según la agencia de investigación DBS Group Research (2013), no existe evidencia suficiente para constatar que la depreciación del yen haya perjudicado a la industria exportadora de Taiwán o Corea del Sur, los dos países emergentes más representativos del entorno de Japón. En términos de exportaciones totales ambos países superaron durante todo el año 2013 al país nipón. De hecho, tomando los ejemplos del sector electrónico, se observa la supremacía exportadora de estos dos países frente a Japón (Figura XXVIII). La misma tónica se repite en el sector automovilístico.

**Figura XXVIII. Total Exportaciones (1) y Exportaciones sector electrónico (2)
Japón, Corea y Taiwán (2008-2013).**

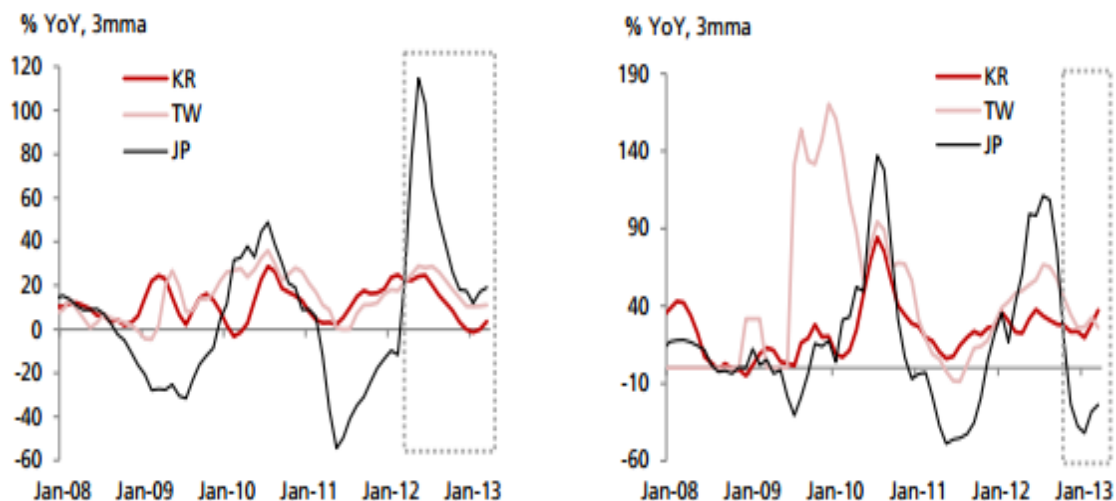
Variación porcentual anual.



Fuente: DBS Group Research.

El sector en el que puede atisbarse cierto perjuicio en sus socios comerciales asiáticos es el del turismo. En este sentido, no cabe duda de que una moneda depreciada es un incentivo para visitar un país a un menor coste. Tal y como se observa en la primera gráfica de Figura XXIX, el número total de visitantes a Japón superó a Taiwán y Corea justo cuando comenzó la devaluación del yen. A su vez, el número de turistas japoneses que visitaron Corea y Taiwán durante el primer trimestre de 2013 se vio reducido en un 20,8% y 4,6% respectivamente, al disminuir su poder adquisitivo. A pesar de la claridad estos datos, pueden encontrarse otros que hacen dudar del papel que juega el yen devaluado en el aumento del turismo. Así, por ejemplo, en la segunda gráfica de la Figura XXIX se observa que el número de turistas chinos fue superior en Corea y Taiwán.

Figura XXIX. Número total de turistas (1) y Número de turistas chinos (2). Japón Corea y Taiwán. (2008-2013).
Variación porcentual anual.



Fuente: DBS Group Research.

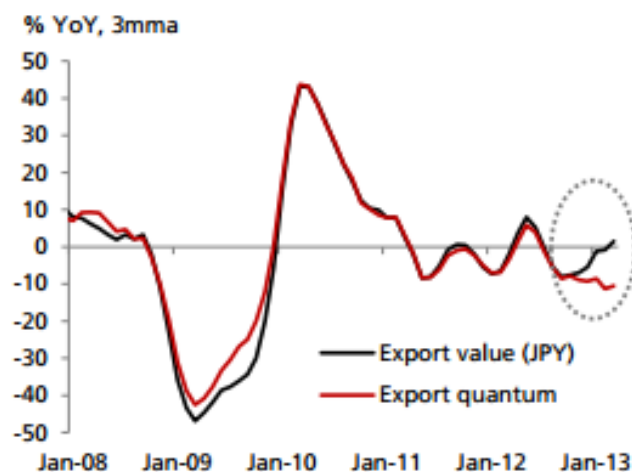
Son también muy relevantes las observaciones empíricas del impacto de la devaluación del tipo de cambio yen/dólar en un grupo de países asiáticos (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia y China) observadas por McKinnon y Liu (2013). En su estudio, ambos autores observan un impacto positivo de la devaluación del yen y el crecimiento de Japón en estas economías. Se reconocen ciertos efectos adversos provocados por la devaluación del yen frente a las monedas locales, que sin embargo, son compensados con los beneficios que el crecimiento interno de Japón reporta a sus economías (vía importaciones fundamentalmente).

Prácticamente descartado el efecto *beggar-thy-neighbor* de la depreciación del yen en las economías emergentes asiáticas, debe estudiarse la posibilidad de que dicho efecto haya podido manifestarse en los países occidentales. En opinión del equipo de investigación de Deutsche Bank (2013), las exportaciones europeas y, en particular las de Alemania, son prácticamente inmunes a la devaluación del yen, dadas sus opuestas estructuras regionales de exportación. Esto es así porque ambos países mantienen relaciones comerciales recíprocas insignificantes, que representan entre el 1% y 2% de sus exportaciones totales. Además, mientras que Alemania exporta la mayoría de sus productos a Europa, Japón dirige la mayoría de su

producción a Asia. Esta tendencia se cumple en menor o mayor medida para el resto de países europeos, siendo sus niveles de exportaciones prácticamente inmunes a las variaciones en el valor del yen.

En cuanto al impacto de la depreciación del yen en las exportaciones de Estados Unidos, tampoco parece que haya sido de especial relevancia. Esto no quiere decir, como el caso de Alemania y el resto de países europeos, que Estados Unidos y Japón no mantengan intensas relaciones comerciales. Sin embargo, tal y como señala Rodney Ludema, las compañías exportadoras japonesas tradicionalmente tienden a incorporar los beneficios de la devaluación del yen en sus márgenes (Zhong, 2013). De esta forma, la devaluación del yen les reporta mayores beneficios pero no aumenta la cantidad exportada puesto que deciden no variar el precio de sus productos. Así, los competidores norteamericanos prácticamente no se ven perjudicados en ningún sentido. Esta argumentación puede ser corroborada en la Figura XXX, y en parte, explica la incapacidad de las “Abenomics” de impulsar el crecimiento de las exportaciones. Paradójicamente las políticas de crecimiento de Japón, que incluyen el mencionado *Trans-Pacific Partnership*, tendrán un efecto muy positivo en la economía de Estados Unidos, al abrirse el mercado japonés para un gran número de empresas que podrán vender *outputs* o adquirir *inputs*.

Figura XXX. Valor vs. Cantidad de las exportaciones Japón (2008-2013).
Variación porcentual anual.



Fuente: DBS Group Research.

Queda así descartado cualquier tipo de perjuicio relevante derivado de la devaluación del yen en las principales economías que mantienen relaciones comerciales con Japón¹⁹. De esta forma, habiendo eliminado la esta posibilidad, queda aún más aislado y patente el perjuicio de la expansión monetaria de Estados Unidos causado en las economías emergentes.

¹⁹ Podría abordarse la consideración de perjuicios derivados de la inestabilidad causada por la expansión monetaria en los mercados financieros mundiales pero, dada la restricción de palabras exigida en la elaboración de este trabajo, preferimos no entrar a considerar el asunto. Para profundizar en él recomendamos el estudio “*The Outlook for Abenomics: Implications for financial markets*” de la compañía MANULIFE ASSET MANAGEMENT (2013).

4. CONCLUSIONES.

La guerra de divisas sigue siendo una cuestión de gran actualidad en el contexto internacional actual. Lejos de haberse puesto solución a los problemas que le dan forma, en los últimos años se han sucedido importantes crisis monetarias derivadas de la rivalidad comercial y la falta de coordinación internacional. Señalábamos en la introducción la falta de acuerdo a la hora de abordar el concepto de la guerra de divisas. En este trabajo se ha pretendido arrojar luz sobre la cuestión, recopilando sus aspectos teóricos más relevantes y observando su aplicación práctica.

La guerra de divisas se define como el conjunto políticas económicas llevadas a cabo por los bancos centrales, dirigidas a manipular los tipos de cambio desviándolos de su equilibrio fundamental, para así lograr una ventaja competitiva en el comercio internacional, en perjuicio de otros países. Como se observa, el intervencionismo económico con efectos de empobrecimiento al vecino o *beggar-thy-neighbor* es el eje central del concepto.

La estructura del trabajo permite realizar una comparación entre las distintas crisis que ha experimentado la economía mundial a lo largo del siglo XX y la crisis financiera de 2008, cuyas repercusiones todavía hoy son perceptibles en la mayoría de países. La guerra de divisas no es un descubrimiento del siglo XXI, pese a la novedad de su denominación. Sus precedentes son claros y contienen sorprendentes paralelismos con los sucesos recientes. De esta forma, se puede comprobar que, en cierto modo, la Historia ha vuelto a repetirse, al no haber conseguido subsanarse las vulnerabilidades del Sistema Monetario Internacional. La insuficiente e ineficaz coordinación internacional, las limitaciones y deficiencias de los bancos centrales, unidas a su incapacidad de anticipación y la hegemonía desproporcionada de una única divisa, conforman el denominador común de crisis pasadas y actuales.

Tal y como señala Vázquez Toral (2014), la nota característica de la guerra de divisas de esta era posterior a la crisis financiera global de 2008 es la identificación de un claro ganador, Estados Unidos, y un numeroso grupo de perdedores, representado por las economías emergentes. En este sentido, Eichengreen (2013) apunta que las devaluaciones competitivas se perfilaron como una solución a la Gran Depresión de los años 30, pues todos los países implicados experimentaban un

shock deflacionista similar. En cambio, en la actualidad existe un grupo de países que se ha visto amenazado por la deflación (Estados Unidos y Japón como máximos exponentes), mientras que otro grupo, los países emergentes, han experimentado inflación. Así, los primeros necesitaron políticas anti-deflacionistas, como la expansión monetaria, mientras que los segundos reclamaban políticas más restrictivas. En este contexto, la coordinación internacional era totalmente necesaria e ineludible en aras de preservar la estabilidad del Sistema Monetario Internacional y el crecimiento económico equilibrado. Sin embargo, tal y como se ha expuesto, primaron los objetivos individuales, en detrimento de los comunes y la rivalidad se impuso a la cooperación. Así, tal y como nos proponíamos en la introducción, el estudio ha logrado evidenciar la relación que existe entre el crecimiento económico que ha logrado Estados Unidos implementando su QE y las crisis sufridas por Brasil y Turquía. En este estudio sólo se han observado los casos de estos dos países emergentes, pero no debe pasarse por alto que el grupo de afectados comprende muchos otros países como Argentina, Sudáfrica o Venezuela.

Se concluye así que la coordinación internacional es la única medida que puede prevenir eficazmente una guerra de divisas. Sin embargo, tras comprobarse que ésta ha sido históricamente ineficaz e insuficiente en situaciones de inestabilidad económica, los países más vulnerables tienen que adoptar medidas alternativas en aras de defender su integridad. Nos referimos a las medidas proteccionistas, y en particular, a los controles de capital. Los controles de capital han sido expuestos en este estudio como herramienta mediante la cual puede manipularse el tipo de cambio. En este sentido, tal y como pone de manifiesto el caso de Brasil, la imposición de los controles de capital puede estar motivada por un intento de recobrar el equilibrio fundamental de los tipos de cambio que ha sido previamente desvirtuado. De esta forma, los controles de capital se perfilan también como una solución interna y unilateral frente a las consecuencias de la guerra de divisas.

Los controles de capital no dejan de ser una medida de último recurso y poco deseable, pues limita las relaciones comerciales internacionales. ¿Pueden, entonces, llegar a estar justificados? Chamon y García (2013) opinan que sí. Argumentan que la imposición de controles de capital por parte de los países emergentes es legítima y se justifica en base a la prevención de los riesgos que conllevan las entradas (Brasil)

o salidas (Turquía) masivas de capitales. En la misma línea, varios estudios recientes evidencian que los controles de capital juegan un papel bastante útil a la hora de controlar los riesgos macroeconómicos asociados a los flujos de capitales (Ostry *et al.*, 2010 y 2012; Korinek, 2011; Rey, 2013 y Engel, 2012). El propio Fondo Monetario Internacional (2012) ha llegado a reconocer que los controles de capital pueden ser medidas necesarias y apropiadas bajo determinadas circunstancias de riesgo.

En relación con el tema de los riesgos económicos, el año 2014 presenta dos retos principales que deberán ser tratados con suma prudencia buscando prever las consecuencias de cada acción. El primero de ellos, ya en marcha, es la progresiva retirada de los estímulos de expansión monetaria. Janet Yellen, presidenta de la FED, ha dejado entrever una fecha de caducidad (extraoficial) para la QE: octubre de 2014, mientras que se espera que los tipos de interés suban en la primavera de 2015. En el caso de Japón, el fin de su programa de QE es más incierto, en vista de los insuficientes resultados alcanzados hasta el momento. De cualquier forma, no cabe duda de que, en ambos casos, debe obrarse con cautela. A su vez, los países más vulnerables deben anticipar posibles colapsos económicos derivados del fin de estos programas y adoptar las medidas preventivas pertinentes. El segundo reto es consecuencia del riesgo de deflación que se cierne sobre las economías del continente europeo. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE) estaría sopesando la adopción de nuevas medidas inflacionistas que también podrían afectar a la estabilidad monetaria internacional. La prudencia de Mario Draghi, presidente del BCE y su ímpetu por la observación y el análisis juegan, esta vez, a favor de la prosperidad económica internacional.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, M. y MOATTI, S. (2002). *EL FMI. Del Orden Monetario a los Desórdenes Financieros*, Grupo Editorial Akal.
- AKHTAR, M. (1997). *Understanding Open Market Operations*, Federal Reserve Bank of New York.
- ALOY, M., GIARDIN, E. y COSTIN, P. (2001). *Central Bank Intervention and Exchange Rate Dynamics with a Regime Switching VAR*, University Aix-Marseille.
- ÁLVAREZ RUBIAL, G. (2013). *La Generalización del Quantitative Easing y sus Repercusiones en la Estabilidad Financiera Global*, Instituto Español de Estudios Estratégicos.
- ARAHUETES GARCÍA, A. (2002). *Tendencias y desafíos de la Globalización Económica*, Estudios Empresariales n.º 112.
- ARAHUETES GARCÍA, A. (2011). *El Sistema Monetario Internacional en los últimos 50 Años*, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y empresariales, n.º 83-84, Especial 50 Aniversario ICADE, Universidad Pontificia Comillas ICADE.
- ARCHER, D. (2005). *Foreign Exchange Market Intervention: Methods and Tactics*, BIS papers n.º 24.
- ARENAS ROSALES, R. (2007). *Breve Repaso de la Muerte de Bretton Woods y las Condiciones para una nueva Arquitectura Financiera Mundial*, Universidad Autónoma del Estado de México.
- BAFFER, J., ELBDAWI, I. y O'CONNELL, S. (1997). *Single Equation Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate*, World Bank.
- BALDWIN, R. y EVENETT, S. (2012). *Beggar- Thy- Neighbor policies during the crisis era: causes, constraints and lessons for maintaining open borders*, Oxford Review of Economic Policy.
- BARROSO, J., PEREIRA DA SILVA, L. y SOARES, A. (2013). *QE and Related Capital Flows into Brazil: Measuring its Effects and Transmission Channels through a Rigorous Counterfactual Evaluation*, Banco Central do Brasil.
- BERMAN, N. y BERTHOU, A. (2006). *Financial Market Imperfections and the Impact of Exchange Rate Movements on Exports*, Proceedings of the German Development Economics Conference.
- BETTS, C. M. y DEVEREUX, M. D. (2000). *Exchange Rate Dynamics in a Model of Pricing-to-Market*. Journal of International Economics.
- BHAGWATI, J. (1991). *The World Trading System at Risk*, Princeton University Press.

- BLINDER, A. (2010). *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*, Princeton University CEPS Working Paper n.º 204.
- BLOOMFIELD, A.I. (1978). *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-191*. Arno Press.
- BOFINGER, P. y WOLLMERSHAUSER, T. (2001). *Managed Floating: Understanding the new international monetary order*, Universitat Würzburg.
- BORDO, M.D. (2003). *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*. International Monetary Fund working paper.
- BORDO, M.D., EICHENGREEN B. y TAYLOR, M. (1996). *Economic Perspectives on the Classical Gold Standard*, Cambridge University Press.
- BORDO, M.D. y FLANDREAU, M. (2003). *Core, Periphery, Exchange rate Regimes, and Globalization*. University of Chicago Press.
- BORDO, M. y SCHWARTZ, A. (1994). *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, University of Chicago Press.
- CALVO, G. y REINHART, C. (2002). *Fear of Floating*, the Quarterly Journal of Economics Vol. CXVII.
- CASSEL, G. (1936). *The Downfall of the Gold Standard*, Oxford: Clarendon Press.
- CHACOLIADIS, M. (1993). *Economía Internacional*, 2.ª ed., McGraw-Hill.
- CHAMON, M., y GARCÍA, M. (2013). *Capital Controls in Brazil: Effective?*, Discussion Paper 606 (Rio de Janeiro: Department of Economics PUC-Rio).
- CHAPOY BONIFAZ, A. (2001). *El Sistema Monetario Internacional*, Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Autónoma de México.
- CHEN, Q., FLIARDO, A. y ZHU, F. (2011). *International Spillovers of Central Bank Balance Sheet policies*, Hong Kong Monetary Authority and BIS.
- CORSETTI, G. y PESENTI, P. (20012). *Welfare and Macroeconomic Independence*, Quarterly Journal of Economics.
- CROTTY, J. y EPSTEIN, G. (1996). *In Defence of Capital Controls*, The Social Register.
- CUKIERMAN, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence*, Cambridge: MIT Press.
- DORUCCI, E. y MCKAY, J. (2011). *The International Monetary System after the Financial Crisis*, European Central Bank: Occasional Paper Series n.º 123.
- EDISON, H. (1993). *The Effectiveness of Central Bank Intervention: A Survey of the Literature After 1982*, Special Papers in International Economics n.º 18, Department of Economics of Princeton University.

- EDWARDS, S. (1989). *Exchange Rate Misalignment in Developing Countries*, The World Bank Research Observer.
- EDWARDS, S. (2005). *Capital controls, sudden stops and current accounts reversals*, NBER Working Paper 11170.
- EDWARDS, S. y FRANKEL, J. (2002). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, The University of Chicago Press for the NBER.
- EICHENGREEN, B. (1999). *Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931*, NBER Working Paper n.º 6563.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B. (2001). *Capital Account Liberalization: What do Cross-country Studies Tell us?*, World Bank Economic Review.
- EICHENGREEN, B. y SACHS, J. (2012). *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*, Cambridge University Press.
- EICHENGREEN, B. y SUSSMAN, N. (2000) *The International Monetary System in the (Very) Long Run*, International Monetary Fund working paper.
- ELWELL, C. (2012). *The Depreciating Dollar: Economic Effects and Policy Response*, Congressional Research Service.
- ENGEL, C. (2012). *Capital Controls: What have we learned?*, University of Wisconsin.
- ESCRIVÁ, J.L., GARCÍA-HERRERO, A., NUÑO, G. y VIAL, J. (2008). *After Bretton Woods II*, BBVA Research.
- FATUM R. (2002). *Is Foreign Exchange Market Intervention an Alternative to Monetary Policy?*, *Evidence from Japan*, University of Alberta.
- FEINSTEIN, C., TENIM, P. y TONIOLO, G. (1997). *The European Economy between the Wars*, Oxford University Press.
- FORBES, K., FRATZSCHER, M., THOMAS, K. y STRAUB, R. (2011). *Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls*, 12th Jacques Polak Annual Research Conference.
- FRANKEL, J.A. (1999). *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, National Bureau of Economic Research.
- FRATZSCHER, M., LO DUCA, M. y STRAUB R. (2013). *On The International Spillovers of US Quantitative Easing*, European Central Bank.
- FRIEDMAN, M. (1953). *The Case for Flexible Exchange Rates*, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.

- GALLAGHER, K. y OCAMPO, J. (2013). *IMF's New View on Capital Controls*, Economic & Political Weekly Vol. XLVIII n.º 12.
- GALLAROTTI, G.M. (1995). *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard 1880-1914*. Oxford University Press.
- GARBER, P.M. (1993). *The Collapse of Bretton Woods Fixed Exchange Rate System*, University of Chicago Press.
- GHOSH, A., GULDE, A. y WOLF, H. (2002). *Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences*, Georgetown University and International Monetary Fund.
- GLICK, R. y HUTCHISON, M. (2005). *Capital controls and Exchange rate instability in developing countries*, Journal of International Money and Finance.
- GLICK, R. y HUTCHISON, M. (2010). *The Illusive Quest: Do International Capital Controls Contribute to Currency Stability?*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers Series.
- GOLDFAJN, I. y WERLANG, S. (2000). *The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study*, Banco Central de Brasil Working Paper n.º 5.
- HALL, S.G. y HONDROYIANNIS G. (2010). *Bretton-Woods Systems, Old and New, and the Rotation of Exchange-rate Regimes*, Bank of Greece.
- HARARI, D. (2013). *Japan's Economy: from the Lost Decade to Abenomics*, Economic Policy and Statistics Section of the Library House of Commons.
- HAUSMAN, J.K., WIELAND, J.F. (2014). *Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook*, Brooking Panel on Economic Activity.
- HORSEFIELD, J.K. (1969). *The International Monetary Fund. 1845-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Vol. 1, Chronicle.
- HUNG-YI, L. (2013) *World Economic Situation and Prospects Weekly Highlights*, United Nations.
- IRWIN, D. (1998). *The Smoot-Hawley Tariff: A quantitative Assesment*, Review of Economics and Statistics n.º 80.
- IRWIN, D. y KROSZNER, R.S. (1995). *Log-Rolling and Economic Interests in the Passage of the Smoot-Hawley Tariff*, University of Chicago.
- ITOH, M. (2012). *On Abenomics and the Japanese Economy*, University of Tokyo.
- JANSEN, J. (2013). *Inside the Impossible Triangle: Monetary Policy Autonomy in a Credible Target Zone*, De Nederlandsche Bank.
- JINJARAK, Y., NOY, I. y ZHENG, H. (2013). *What Lessons Can Asia Draw from Capital Controls in Brazil during 2008-2012?*, ABD Institute.

- KLEIN, M. y MARION, N. (1994). *Explaining the Duration of Exchange Rate Pegs*, NBER working paper series, National Bureau of Economic Research.
- KORINEK, A. (2011). *The New Economics of Prudential Capital Controls*, University of Maryland.
- KREGEL, J. (2011). *Resolving the US financial crisis: politics dominates economics in the New Political Economy*, PSL Quarterly Review.
- KRUGMAN, P. (1998). *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity.
- KRUGMAN, P.R. y OBSTFELD, M. (1995). *Economía Internacional: Teoría y Política*. 3.^a ed., McGraw-Hill.
- LABONTE, M. (2014). *Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options*, Congressional Research Service, 2014.
- LEE, D. (1983). *Effects of Open Market Operations and Foreign Exchange Market Operations under Flexible Exchange Rates*, National Bureau of Economic Research.
- LEVY-YEYATY, E. y STURZENEGGER, F. (2003). *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, Universidad Torcuato Di Tella.
- LIARD-MURIENTE, C. (2001). *Capital Controls: Theory and Practice*, Journal of Business and Public Affairs, Vol. 1 Issue 1.
- LINDERT, P.H. (1944). *Economía Internacional*, 1.^a ed., Ariel Económica.
- LÓPEZ, J y PERROTINI, I. (2006). *On Floating Exchange Rates, Currency Depreciation and Effective Demand*, Universidad Nacional Autónoma de México.
- MATZIORINIS K.N. (2006). *A brief History of the International Monetary System*, McGill University.
- MANKIW, G. y SUMMERS, L. (1984). *Do Long-term Interest Rates Overreact to Short-term Interest Rates?*, Brookings Papers of Economic Activity Vol. 1984 n.º 1.
- MBAYE, S. (2012). *Beggar-Thy-Neighbor Effects of Currency Undervaluation: Is China the Top of the Iceberg?*, Serie Etudes et Documents du Cerdi.
- MCKINNON, R. (1993). *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*, Journal of Economic Literature, Vol. XXXI, Stanford University.
- MCKINNON, R. (2010). *Beggar-Thy-Neighbor Interest Rate Policies*, Stanford University.
- MCKINNON, R. y LIU, Z. (2013). *Modern Currency Wars: The United States versus Japan*, Asian Development Bank Institute Working Paper Series.
- MUNDELL, R. (1963). *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, n.º 4.

- MUNDELL R. (1972). *The Future of the International Financial System en Bretton Woods Revisited*, University of Toronto Press.
- NEELY, C. (2001). *The Practice of Central Bank Intervention: Looking Under the Hood*, Federal Reserve Bank of ST. Louis.
- NELSON, M. (2013). *Current Debate over Exchange Rates: Overview and Issues for Congress*, Congressional Research Service.
- NEMIÑA, P. (2010). *Los Planes White y Keynes de Creación del FMI Bajo la Mirada de Prebisch*. Universidad Nacional de San Luis, Revista KAIROS.
- NOVALES, A. (2010). *Política Monetaria antes y después de la Crisis Financiera*, Universidad Complutense.
- NURSKE, R. (1944). *International Currency Experiences*, Liga de las Naciones de Ginebra.
- OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1995). *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, Journal of Economic Perspectives, Vol.9, n.º 4.
- OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (1995). *Exchange Rate Dynamics Redux*, Journal of Political Economy 103.
- OBSTFELD, M., SHAMBAUGH, J. y TAYLOR, A. (2008). *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, Berkeley University.
- ONTIVEROS, E., BERGES, A., MANZANO, D. y VALERO, F. (1991). *Mercados Financieros Internacionales*, Espasa Calpe.
- OSSA, F. (1976). *El Sistema Monetario Internacional: Antecedentes Históricos, Acontecimientos Recientes y Perspectivas Futuras*. Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile, Cuadernos de Economía n.º 38.
- OSTRY, J., GHOSH, A., HABERMEIER, K., CHAMON, M., QURESHI, M., y REINHARDT, D. (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*, International Monetary Fund.
- OSTRY, J., GHOSH, A. y KORINEK, A. (2012) *Multilateral Aspects of Managing the Capital Account*, International Monetary Fund.
- PATRICK, H. (2013). *Abenomics: Japan's New Policy Package*, Center on Japanese Economy and Business, Occasional Paper Series, Columbia University.
- RAHNEMA, A. (2007). *Finanzas Internacionales*, Ediciones DEUSTO.
- RAZIN, O. (1997). *Real Exchange Rate Misalignment and Growth*, Georgetown University.
- REY, H. (2013). *The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, London Business School.
- RICKARDS, J. (2012). *Currency Wars: The Making of the next Global Crisis*, Portfolio Penguin.

RODRIK, D. y KAPLAN, E. (2001). *Did the Malaysian Capital Controls Work?*, National Bureau of Economic Research.

SAKUMA, K. (2013). *Abenomics and the value of the yen*, Institute for International Monetary Affairs (IIMA).

SALVATORE, D. (1994) *The International Monetary System: Past, Present and Future*, 62 Fordham Law Review.

SARNO, L. y TAYLOR, M. (2000). *Official Intervention in Foreign Exchange Market*, University College.

SCHUKNECHT, L. (1999). *Los Controles de Capital desde la Perspectiva de la Política Comercial*, IMF.

SCHWARTZ, A. (2000). *The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention*, US National Bureau of Economic Research.

SUBRAMANIAN, A. (2014). *International Impacts of the FED's QE Program*, House Committee on Financial Services Subcommittee on Monetary Policy and Trade.

PUBLICACIONES CORPORATIVAS DE AUTOR DESCONOCIDO.

DBS GROUP RESEARCH (2013). *KR & TW: Examining the yen's impact*.

DEUTSCHE BANK. (2013). *Examining the Yen's impact*.

DEUTSCHE BANK. (2013). *German Exports Virtually Immune to Yen Depreciation*.

INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE. (2011). *Capital Flows to Emerging Markets Economies*, Research Notes.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (1944). *Convenio Consultivo del FMI*.

INTERNATIONAL MONETARY FUN. (2012). *Spillover Report*.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2013). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

MANULIFE ASSET MANAGEMENT. (2013). *The Outlook for Abenomics: Implications for Financial Markets*.

MOODY'S. (2013). *QE Tapering & Turkey: Impact on Various Sectors of Turkish Economy Will Likely be Limited and Short-Lived Given Existing Buffers*.

MOODY'S (2014). *QE Tapering: Impact Differs Amongst Emerging Markets*.

OECD. (2013). *OECD Economic Surveys: Japan*.

NOTICIAS Y OTRAS PUBLICACIONES PERIODÍSTICAS.

COTERRIL, J. (Financial Times): “*Casualties of the currency war*”, de 5 de enero de 2011, disponible en: <http://ftalphaville.ft.com/2011/01/05/449306/casualties-of-the-currency-war/>

EICHENGREEN, B. e IRWIN, D. (VOX): “*The protectionist temptation: Lessons from the Great Depression for today*”, de 17 de marzo de 2009, disponible en: <http://www.voxeu.org/article/protectionist-temptation-lessons-great-depression-today>

HINGE, D. (Central Banking): “*Bernanke denies QE represents competitive devaluation*” de 26 de marzo de 2013, disponible en <http://www.centralbanking.com/central-banking/news/2257601/bernanke-denies-qe-represents-competitive-devaluation>

KIHARA, L. (Reuters): “*Japan’s Abe heapd pressure on BoJ to set 2% inflation target*”, 22 de diciembre de 2012, disponible en: <http://www.reuters.com/article/2012/12/23/us-japan-economy-idUSBRE8BM00C20121223>

LYONS, J. (The Wall Street Journal): “*Brazil Gives In to Surging Currency*”, de 8 de abril de 2011, disponible en: <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704630004576249261454340324>

MOGI, C. (Bloomberg): “*Japan’s Inflation Accelerates as Abe seeks Wage Gains*”, de 31 de enero de 2014, disponible en: <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-30/japan-inflation-exceeds-estimates-as-abe-aims-to-end-deflation.html>

RALLO, J.R. (Libremercado): “*Depreciar la moneda: una enorme chapuza*” de 13 de enero de 2012, disponible en: <http://www.libremercado.com/2012-01-13/juan-ramon-rallo-depreciar-la-moneda-una-enorme-chapuza-62772/>

RAO, S. (Reuters): “*Shock! Emerging capital controls may just be working*”, de 30 de Julio de 2010, disponible en <http://blogs.reuters.com/globalinvesting/2010/07/30/shock-emerging-capital-controls-may-just-be-working/>

SAPHIR, A. (Reuters): “*Fed has not discussed when to end QE, Bullard says*”, de 26 de marzo de 2014, disponible en <http://www.reuters.com/article/2014/03/26/us-usa-fed-bullard-idUSBREA2PIYS20140326>

STIGLITZ, J. (The Guardian): “*A Currency War has no winners*”, de 1 de noviembre de 2010 disponible en <http://www.theguardian.com/commentisfree/cifamerica/2010/nov/01/currency-war-no-winners>

UJIKANE, K. (Bloomberg): “*Japan Growth Trails Forecasts as Sales-Tax Increase Looms*” de 17 de febrero de 2014, disponible en <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-17/japan-growth-trails-forecasts-as-consumption-tax-increase-looms.html>

WHEATLEY, J. y GARNHMA, P. (Financial Times): “*Brazil in currency war alert*”, de 27 de septiembre de 2010, disponible en <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a.html#axzz2x66XQIWL>

ZHONG, I. (United Press International): “*Abenomics and us*” de 16 de Julio de 2013, disponible en http://www.upi.com/Business_News/2013/07/16/Abenomics-and-us/5301374010853/

Autor desconocido. (Forbes): “*The Limits of Turkey’s Interest Rate Hike*”, de 30 de enero de 2014, disponible en <http://www.forbes.com/sites/stratfor/2014/01/30/the-limits-of-turkeys-interest-rate-hike/>

Autor desconocido. (The Economist): “*Madness of the Bosphorus*”, de 1 de febrero de 2014, disponible en <http://www.economist.com/news/europe/21595514-prime-ministers-attacks-foreign-plotters-may-no-longer-convince-voters-madness>

Autor desconocido. (Reuters): “*Bundesbank warms to capital controls in currency war debate*”, de 24 de enero de 2013, disponible en <http://www.reuters.com/article/2013/01/24/emerging-currencies-germany-idUSL6N0AT3XC20130124>

DISCURSOS Y PONENCIAS

NIXON, R.: discurso del 15 de agosto de 1971 en TV 3, disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=iRzr1QU6K1o>

BERNANKE, B.: “*The Crisis and the Policy Response*”, discurso en la Stamp Lecture de la London School of Economics de 13 de enero de 2009, disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

BERNANKE, B.: “*Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*”, discurso en la Reserva Federal de Kansas City Symposium, del 31 de agosto de 2012, disponible en <http://federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>

BERNANKE, B.: “*Long-term Interest Rates*” conferencia en la Reserva Federal de San Francisco el 1 de marzo de 2013, disponible en <http://federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130301a.htm>

COMUNICADOS DE PRENSA DE GOBIERNOS Y ORGANISMOS OFICIALES.

BANK OF JAPAN, comunicado de prensa de 4 de abril de 2013, sobre “*Introduction of the Qualitative and Quantitative Monetary Easing*”, disponible en http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf

FED, comunicado de prensa de 18 de marzo de 2009 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

FED, comunicado de prensa de 3 de noviembre de 2010 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

FED, comunicado de prensa de 21 de septiembre de 2011 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

FED, comunicado de prensa de 13 de septiembre de 2012 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

FED, comunicado de prensa de 18 de diciembre de 2013 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>

FED, comunicado de prensa de 19 de marzo de 2014 disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2014monetary.htm>

GOBIERNO DE JAPÓN, comunicado de prensa de 11 de enero de 2013 sobre “*Emergency Economic Measures for the Revitalization of the Japanese Economy*” disponible en http://www5.cao.go.jp/keizai1/2013/130111_emergency_economic_measures.pdf

ANEXO

NOTA 1

1) Sistemas de tipos Fijos.

- Uniones Monetarias: todos los miembros de la unión comparten la misma moneda, creada por un banco central único, y adoptan las mismas políticas monetarias en relación a la regulación de sus tipos de cambio. Es el compromiso más firme a un sistema de tipos de cambio fijos.
- *Boards* de Divisas: un sistema de tipos de cambio fijo que es complementado por un requerimiento mínimo de tenencia de divisas extranjeras. Las autoridades se comprometen a cambiar la moneda nacional por la divisa extranjera a un tipo de cambio fijo.
- Paridad absoluta: países que fijan los tipos de cambio de su moneda al tipo de cambio de una divisa extranjera.

2) Sistemas de tipos Intermedios.

- Paridad ajustable: la paridad puede ser modificada, interviniendo en el tipo de cambio, en una serie de circunstancias preestablecidas.²⁰
- Paridad móvil: La paridad puede ser revisada con objeto de realizar mínimas intervenciones en el tipo de cambio con mucha regularidad. Es una buena opción con países con altos niveles de inflación.
- Paridad a una cesta de divisas: el tipo de cambio queda fijado en torno a un conjunto ponderado de divisas extranjeras. Tiene sentido para países con relaciones comerciales muy diversificadas geográficamente.
- Zonas objetivo o bandas: el tipo de cambio flota libremente y se interviene cuando supera unos límites inferior y superior.

²⁰ Obstfeld y Rogoff (1995) observaron que únicamente seis importantes economías habían mantenido su tipo de cambio intacto, bajo este régimen, por un periodo de cinco años o superior hasta 1995. En este sentido, Klein y Marion (1994) apuntaron que la media de duración de la paridad original en los países occidentales era de 10 meses.

3) Sistemas de tipos Flotantes.

- Flotación controlada, flotación impura o “*dirty float*”: No se defiende una paridad concreta pero se interviene en los mercados de divisas para evitar grandes variaciones del tipo de cambio o para cumplir objetivos de política monetaria.
- Flotación libre: el tipo de cambio se determina libremente por las leyes de oferta y demanda del mercado de divisas, sin ningún tipo de intervención de un banco central.

NOTA 2

Es interesante abordar la cuestión sobre la elección de un determinado sistema de tipo de cambio a través del modelo derivado de los trabajos de Mundell (1963). Este modelo dinámico fue conocido como “Trinidad Imposible”, “Triángulo de Inconsistencia” o “Trilema”. Según esta metáfora, un país puede elegir dos opciones de entre tres posibles (que se sitúan en los vértices de un triángulo), renunciando a la restante. Su sistema de tipos de cambio quedará determinado en función de la elección que se haga. Así, la autoridad monetaria de un país puede elegir entre 1) fijación de los tipos de cambio (apropiado para lograr la estabilidad de precios y evitar *shocks* en la economía), 2) movilidad de capitales perfecta (apropiada para lograr objetivos de eficiencia y flexibilidad) y 3) autonomía en la política monetaria (apropiada para lograr objetivos de política nacional) (Jansen 2013).

Si un país opta por un régimen de tipo de cambio fijo con amplios grados de autonomía en la política monetaria nacional, deberá establecer estrictos controles de capital. Por otro lado, si decide adoptar tipos de cambio fijos y libertad plena de movimientos de capital, no existirá autonomía en las políticas monetarias nacionales. Y si lo que desea el país es privilegiar su autonomía de política monetaria aceptando una amplia libertad en los movimientos de capital, deberá aceptar la flotación. Siguiendo el modelo, según los economistas Obstfeld, Shambaugh y Taylor (2008), las autoridades monetarias de cada nación deben

valorar las ventajas e inconvenientes de su elección y adoptar el sistema que más se ajuste a sus objetivos económicos.