



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

GUERRA DE DIVISAS.
Consecuencias no deseadas de las políticas
aplicadas para salir de la crisis

Autor: Pablo Fernández de Mosteyrín
Director: Ricardo Gimeno Nogués

Contenido

Abstract.....	4
INTRODUCCIÓN	5
¿QUÉ ES LA GUERRA DE DIVISAS?	7
CÓMO DEVALUAR LA MONEDA.....	10
□ Imprimir dinero.....	12
□ Modificar los tipos de interés.....	18
□ Acumulación de reservas de divisa extranjera.....	19
□ Controles de capital	20
□ Anclaje a otra divisa	20
ANTECEDENTES HISTÓRICOS	22
I Guerra de Divisas (1921-1936).....	22
II Guerra de Divisas (1967-1987)	25
CRISIS ACTUAL, ¿III GUERRA DE DIVISAS?.....	31
Crisis 2007: Exceso de deuda y desequilibrios por cuenta corriente	31
¿PUEDE SER BENEFICIOSA LA GUERRA DE DIVISAS?.....	38
CONCLUSIONES	40
ANEXO	41
BIBLIOGRAFÍA	45

Abstract

En el presente documento, el autor, presenta el concepto de Guerra de Divisas, sus características principales y sus dinámicas. También hace un repaso de las principales teorías del tipo de cambio para, posteriormente, relacionarlas con las principales herramientas de devaluación que utilizan gobiernos y bancos centrales.

El propósito del documento no es denunciar el efecto perjudicial de las devaluaciones *per se*, sino los prejuicios que ocasionan en la economía las devaluaciones competitivas que provocan represalias y se retroalimentan continuamente, provocando el colapso del comercio internacional y el empobrecimiento generalizado.

Analizando el contexto económico actual, y con el conocimiento de las guerras de divisas del pasado, al autor denuncia el peligro de la economía mundial se esté encaminando hacia otra guerra de divisas.

INTRODUCCIÓN

“En la esfera económica, un acto, [...] no engendra un solo efecto, sino una serie de ellos. De estos efectos, el primero es sólo el más inmediato; se manifiesta simultáneamente con la causa, se ve. Los otros aparecen sucesivamente, no se ven; bastante es si los prevemos. Toda la diferencia entre un mal y un buen economista es ésta: uno se limita al efecto visible; el otro tiene en cuenta el efecto que se ve y los que hay que prever”

Frederic Bastiat, “Lo que se ve y no se ve”, 1850.

Tras más de 7 años desde el inicio de la crisis financiera internacional, los diferentes bloques económicos continúan luchando contra los desequilibrios macroeconómicos, financieros y estructurales acumulados durante los últimos años del siglo XX y primeros del XXI, buscando recuperar un ritmo de crecimiento sostenido y sostenible, que continúe elevando los estándares de vida a escala mundial.

A lo largo de las próximas páginas analizaremos si las políticas implementadas por gobiernos y bancos centrales en los últimos años pueden estar conduciendo a la economía mundial a un juego de suma cero en el que las ganancias derivadas del aumento de competitividad por la devaluación de la divisa de un país, se reflejen en las pérdidas sufridas por los países vecinos o socios y competidores comerciales, fomentando una guerra de divisas a nivel internacional.

En primer lugar, revisaremos el concepto de “Guerra de divisas”, analizando sus principales características, causas que las motivan y consecuencias que provocan. Esto nos permitirá establecer el marco teórico así como clarificar el objetivo del trabajo.

Posteriormente revisaremos las principales teorías explicativas de la formación del tipo de cambio, para comprender las variables fundamentales a tener en cuenta a la hora de analizar los mercados cambiarios. Así mismo, analizaremos las principales políticas y herramientas a través de las cuales gobiernos y bancos centrales pueden llevar a cabo una devaluación de la moneda, aunque en muchos casos ese no sea el fin único de dichas medidas. Especialmente, revisaremos el papel de los bancos centrales y su capacidad para influir sobre el tipo de cambio a través del aumento de la oferta monetaria y la implementación de políticas de *quantitative easing*.

A continuación echaremos la vista atrás para estudiar los principales casos de guerras de divisas producidas a lo largo de la historia. Nos centraremos en los dos casos más importantes reconocidos: la primera guerra de divisas, librada durante los años 30’, cuando las principales economías del mundo luchaban por salir de la Gran Depresión y abandonaron el patrón oro para recurrir a políticas de empobrecimiento del vecino; y la segunda durante los años 70’, cuando EE.UU. rompió la convertibilidad fija del dólar en oro, y por tanto, devaluó su moneda respecto del resto de divisas, acabando con el

Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

sistema de Bretton Woods. De este modo comprobaremos, tanto las dinámicas que derivan en este tipo de conflictos, como las consecuencias reales sobre sus contendientes y el resto la economía mundial.

Para concluir, analizaremos el contexto económico actual, con el fin de comprobar si se dan las circunstancias propicias para el estallido de una guerra de divisas. Indagaremos tanto en la coyuntura económica de cada uno de los bloques monetarios más importantes como en las políticas que se están implementando en los mismos por gobiernos y autoridades monetarias.

Finalmente, estableceremos una serie de conclusiones sobre la posibilidad de que se esté produciendo una guerra de divisas en la economía mundial así como sus posibles efectos a futuro sobre sus contendientes y/o afectados

¿QUÉ ES LA GUERRA DE DIVISAS?

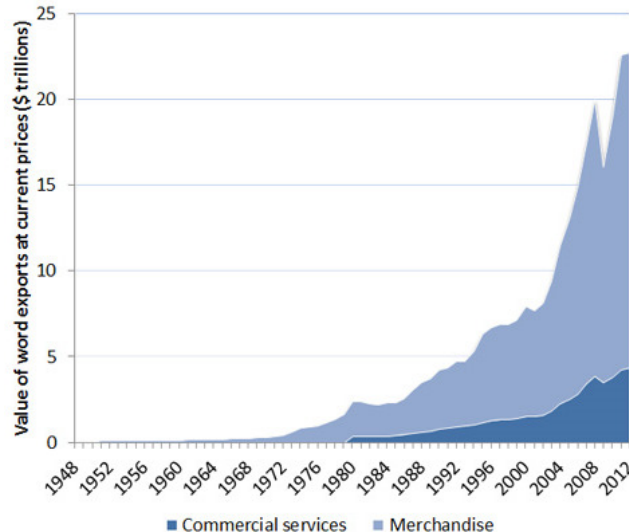
“Se puede ver como el número de países que consideran que la política cambiaria ayuda a empujar hacia abajo el tipo de cambio está creciendo... En 2013 veremos un crecimiento de las tasas de cambio administradas activamente como una alternativa a la política monetaria interna”

Mervyn King, 2012, Ex-Gobernador del Banco de Inglaterra.

Entre las muchas variables económicas que han visto su crecimiento dispararse en las últimas décadas, el comercio mundial puede ser una de las que mejor reflejen el auge de la globalización y la importancia de los países en desarrollo en el orden económico mundial presente y futuro.

Como podemos ver en el gráfico adjunto, el comercio mundial de mercancías y servicios ha crecido exponencialmente en los últimos 40 años, especialmente en los últimos 20, con el auge de los países asiáticos y la creciente liberalización y tratados de libre comercio entre países y/o bloques comerciales como la UE, NAFTA, ASEAN, etc.

Ilustración 1. Crecimiento del comercio mundial (1948-2012)



Fuente: WTO, World Trade Report 2013

Los menores costes de mano de obra, el abaratamiento del transporte de mercancías y el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación han incentivado la deslocalización de fábricas y empresas hacia economías en desarrollo, lo que ha permitido que millones de personas en estos países salgan de la pobreza y, a su vez, ha permitido a muchos países desarrollados destinar la inversión a sectores más productivos, especialmente aquellos relacionados con la innovación tecnológica. Esta dinámica ha hecho que muchos países en desarrollo acumulen grandes superávits por cuenta corriente y atesoren grandes cantidades de divisas extranjeras, a costa del déficit

y la destrucción de empleo menos cualificado en los países importadores de mercancías y ahorro.

Al igual que el nacionalismo político y el populismo, las políticas económicas nacionalistas y mercantilistas ganan fuerza en tiempos de crisis. Como veremos posteriormente, los episodios de guerras de divisas han coincidido con momentos de estancamiento económico o recesión así como con entornos de fragmentación social, descoordinación del poder político o conflicto internacional, lo que da lugar a la aparición de medidas proteccionistas, acusaciones de manipulación monetaria o toma de decisiones de forma unilateral, sin prever los efectos no intencionados sobre los demás.

Como nos enseña la teoría de juegos del recientemente fallecido John Nash, y aunque la guerra de divisas no es necesariamente un juego de suma cero, la solución cooperativa es la mejor para ambos. Pese a ello, los jugadores no siempre cooperan aunque ello vaya en contra del interés mutuo. De este modo, igual que la teoría aplicada a la Guerra Fría, la Guerra de Divisas y las políticas proteccionistas y mercantilistas que las acompañan suelen desencadenar, como afirma James Rickards (2012), la Destrucción Mutua Asegurada (mutually assured destruction, MAD).

El término Guerra de Divisas fue acuñado por el Ministro de Finanzas brasileño Guido Mantega en 2010 para denunciar el uso de la política monetaria como herramienta mercantilista que dañaba la economía brasileña, sin embargo este tipo de conflictos es antiguo y se ha producido en repetidas ocasiones a lo largo de la historia, como revisaremos en el siguiente capítulo, con consecuencias nefastas para el crecimiento mundial en todos los casos.

Cuando hablamos de guerra de divisas nos referimos a la lucha entre países por devaluar su moneda respecto a la de los demás. A través de dicha devaluación se produce una caída en los precios relativos, lo que encarece las importaciones y abarata las exportaciones del país que devalúa, haciendo aumentar su competitividad, provocando un superávit comercial y fomentando el crecimiento económico y el empleo en el país, a costa de sus competidores y socios comerciales. El problema que platea radica en la posibilidad de represalias: las economías más afectadas pueden responder con las mismas políticas para compensar las pérdidas, entrando en un círculo vicioso en el que las continuas devaluaciones y medidas proteccionistas contra el comercio exterior no tienen otro efecto que el colapso del comercio mundial y el empobrecimiento generalizado. Son las conocidas como “políticas de empobrecimiento del vecino” (beggar-thy-neighbor), término acuñado por Joan Robinson en 1937. (Robinson, J., 1937).

Sin embargo, la búsqueda del crecimiento económico a través de la devaluación no es algo sencillo. En una economía globalizada como la actual, la depreciación voluntaria y competitiva de la divisa puede aparejar consecuencias inesperadas como: aumento de los costes de importación, en algunos casos materias primas o inputs necesarios para la fabricación de productos destinados a la exportación; devaluaciones competitivas de otros países competidores o socios comerciales, como respuesta a la devaluación inicial; imposición de tarifas y aranceles a la importación o subsidios a la exportación, para compensar el abaratamiento producido por la devaluación; recesión en los países más dependientes del comercio exterior, que habitualmente se contagia al resto de países induciendo una ralentización generalizada.

Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Típicamente las guerras de divisas no se producen de forma premeditada y planeada sino que surgen fruto de una escalada y como resultado de las respuestas a las políticas proteccionistas aplicadas por los contendientes. Inicialmente la justificación para implementar tales políticas no es la devaluación y la promoción de las exportaciones sino la consecución de otros objetivos internos de política económica, y la depreciación solo se explica como un efecto colateral y, a priori, involuntario. Cuando las devaluaciones competitivas son evidentes, la retórica pasa a los hechos y la implantación de políticas proteccionistas acaba por colapsar el comercio mundial, incrementar las presiones inflacionarias o deflacionarias y/o destruir la moneda.

CÓMO DEVALUAR LA MONEDA

“...el único impacto sustantivo de la expansión cuantitativa ha sido la devaluación de las divisas. Por eso sospecho que muchas economías del mundo intentarán mantener sus divisas débiles utilizando la puerta de atrás de la política monetaria acomodaticia...”,

Richard Koo, Economista Jefe de Nomura, 2015.

Para el buen entendimiento del trabajo y la adecuada comprensión de las dinámicas de los conflictos monetarios es importante hacer un breve repaso sobre las diferentes formas a través de las cuales los países pueden devaluar sus monedas. Para ello, antes repasaremos las principales teorías existentes sobre la formación de los tipos de cambio en los mercados de divisas, que se basan en las variaciones de oferta y demanda de las diferentes monedas. Estas variaciones, fundamentalmente surgen fruto de tres fuentes principales:

1. El comercio internacional de bienes y servicios.
2. La especulación y/o inversión en los mercados de divisas.
3. La inversión extrajera.

De este modo, podemos afirmar que los factores definitivos que influyen en la formación de los tipos de cambio son aquellas variables que inciden esencialmente sobre el comercio y la inversión: los precios de las mercancías, y su variación a lo largo del tiempo; y los tipos de interés del dinero en los mercados financieros. La razón por la que se compran o se venden más o menos productos en los mercados internacionales radica en la diferencia en los precios de los mismos y su evolución en el tiempo, la inflación; mientras que la evolución de los capitales invertidos en uno u otro país, se debe a la diferente retribución de esos capitales, el tipo de interés. Por supuesto, es importante destacar el papel que juegan las expectativas en la formación de ambas variables (Mascareñas, J., 2005).

Tras esta primera toma de contacto con los factores que inciden en los movimientos de los mercados de divisas, vamos a proponer una breve explicación de las cinco principales teorías que han surgido a lo largo del tiempo para explicar los tipos de cambio y sus variaciones:

1. Teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA)

Esta teoría se basa en la concepción de que un mismo producto debe tener el mismo precio en diferentes países. De este modo relaciona los tipos de cambio con la inflación. Por tanto, cuando la inflación aumenta en un país, sus productos se vuelven menos competitivos y las exportaciones disminuyen, lo que supone una menor demanda de la divisa y por tanto una depreciación de la misma. Siguiendo este razonamiento, el tipo de

cambio entre dos divisas se mantiene en equilibrio, *ceteris paribus*, cuando los precios de sus bienes y servicios se igualen.

Existen dos versiones de esta teoría, la absoluta y la relativa. La primera, sostiene que un producto cuesta lo mismo independientemente de cual sea la divisa que se utiliza para comprarlo o el lugar en que se venda. Esta versión es de difícil cumplimiento pues existen ciertos factores que afectan de forma importante a los precios y que varían enormemente de un país a otro: impuestos, barreras arancelarias, costes de transporte, etc. Estos factores ayudan a favorecer la diferencia de precios de un bien en función del país en el cual se vende.

Por otro lado, la relativa propone que la variación previsible de los tipos de cambio depende de las tasas esperadas de inflación. Bajo esta teoría, el país con mayor inflación esperada verá como su moneda se deprecia con respecto a la del país con una inflación menor. Cuanto menor sea la inflación respecto de la de los países con los que compete comercialmente, más competitivos serán sus productos y más demandada será la divisa con fines comerciales.

2. Teoría de la paridad de los tipos de interés

Esta segunda teoría liga el tipo de cambio con el tipo de interés del dinero. La relación radica en la idea de que los inversores buscarán, al menos, la misma rentabilidad invirtiendo en un país u otro. De esta forma, aquel país con mayores tipos de interés recibirá entradas de dinero buscando una mayor rentabilidad, lo que hará apreciarse la divisa. Al contrario sucederá en el país con tipos más bajos y menores entradas de capital, que verá como su moneda se deprecia.

En el camino hacia el equilibrio, el exceso de crédito en el primer país hará caer los intereses, así como la escasez de crédito hará crecer el precio del dinero en el segundo país, revirtiéndose los flujos de capital, y revaluándose los tipos de cambio.

3. Efecto Fisher

También conocida como *Paridad no cubierta de tipo de interés*. De acuerdo con Irving Fisher, creador de la teoría, este efecto relaciona la inflación con el tipo de interés nominal, estableciendo una relación positiva. Es decir, a un aumento de la tasa de inflación le seguirá un aumento del tipo de interés nominal, y viceversa.

Esta teoría sostiene que lo que preocupa al inversor no es la cantidad de dinero que tiene en términos nominales, sino los bienes y servicios que puede adquirir con ella, es decir, en términos reales. Lo que nos lleva a la *ecuación de Fisher*: el tipo de interés nominal (R) se compone de la tasa de rendimiento real demandada por los inversores (r) y la tasa esperada de inflación (i), y por tanto: $R = (r + i)$ (Fisher, 1930).

Además, los tipos de interés en un país reflejan, anticipadamente, los rendimientos reales (ajustados por las expectativas de inflación) exigibles por los inversores. Asimismo, en los diferentes países, los rendimientos reales deben tender a la igualdad, por lo que las diferencias en las tasas nominales se deben a distintas expectativas de inflación y, por tanto, la diferencia entre el tipo de interés nominal entre dos países es lo que determina los movimientos del tipo de cambio nominal entre sus divisas, donde se incrementa el valor de la divisa del país con menor tipo de interés nominal.

4. Efecto Fisher internacional

Pone de manifiesto que existe una relación entre el tipo de cambio y el de interés de forma directa. A largo plazo, si aumenta el tipo de interés, lo hace también el tipo de cambio. Sin embargo, a corto plazo, el efecto es contrario. Esta teoría sostiene que la rentabilidad del inversor internacional, en diferentes países, debe ser igual a largo plazo. En resumen, la variación del tipo de cambio entre dos monedas dadas depende de los diferenciales de tipos de interés ofrecidos por dichas divisas en sus respectivos mercados. A menor tipo de interés ofrecido, la moneda tiende a apreciarse a largo plazo, a fin de compensar a los inversores y que les sea indiferente invertir en una u otra moneda.

5. Teoría de las expectativas

Esta teoría, también conocida como paridad de los tipos de cambio a plazo, muestra que el tipo de cambio a plazo cotizado en el momento 0 para entregar en el momento 1 es igual al tipo de cambio de contado esperado para el momento 1. De este modo, utiliza el tipo de cambio a plazo como estimador del tipo de cambio al contado, relacionándolos de forma directa. Por tanto, si aumenta uno debe aumentar el otro y viceversa.

Como se puede observar, esta hipótesis se basa en el importante papel que las expectativas juegan en la toma de decisiones financieras y en la relación existente entre los tipos de interés a plazo y al contado mostrada en la hipótesis de la paridad de los tipos de interés. Si los participantes en los mercados de cambios pudieran cubrir perfectamente sus riesgos de cambio, o si fuesen neutrales con respecto a dicho tipo de riesgo, el tipo de cambio a plazo dependería únicamente de las expectativas que dichos participantes tuvieran sobre el tipo de cambio al contado que existiría en el futuro.

Una vez presentadas las principales teorías vigentes es importante señalar que ninguna de ellas es infalible ni existe evidencia empírica que las respalde absolutamente sino que habrá que tenerlas en cuenta todas y dependiendo de las circunstancias otorgar más importancia a un enfoque u otro.

Tras este breve análisis de las principales teorías explicativas de sobre la formación de los tipos de interés y los factores principales que inciden sobre ellos, vamos a comentar las diferentes herramientas y estrategias que pueden utilizar gobiernos y/o bancos centrales para alterar los tipos de cambio y depreciar/apreciar su divisa e implicarse en las guerras de divisas y devaluaciones competitivas.

❖ Imprimir dinero

La impresión de moneda constituye una de las formas más típicas de devaluación monetaria. Aumentando la cantidad de dinero, y mientras la cantidad de bienes y servicios disponibles para la compra permanece constante, provoca que los vendedores aumenten los precios, es decir, a la aparición de inflación. De este modo, como hemos visto anteriormente, la inflación hace caer el tipo de cambio.

La forma más actual de impresión de moneda toma la forma de políticas monetarias expansivas implementadas por los mayores bancos centrales del mundo, denominadas *Quantitative Easing*, y consistentes en el aumento de la base monetaria a través de la

compra de activos, generalmente deuda pública, deuda corporativa o cédulas hipotecarias.

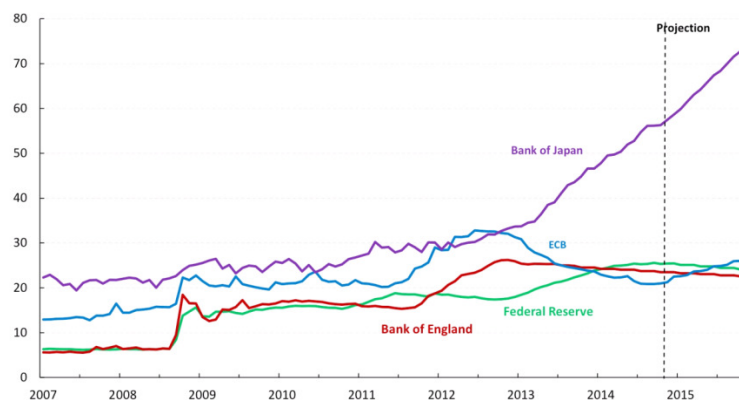
En el caso del QE, si bien es cierto que la inflación aún no ha aparecido en ninguno de los países implicados en tales políticas, entre sus principales objetivos está el aumento y la mejora de la accesibilidad al crédito en el sector privado. Por tanto, el éxito de estas políticas lograría un aumento de la oferta monetaria por encima de la tasa de crecimiento del PIB, lo cual se traduciría en un menor valor del dinero. De este modo, el menor valor del dinero en términos de bienes y otras divisas, supone una depreciación de la moneda y un aumento de los precios.

Si bien, en países pequeños y con bancos centrales sin gran prestigio y fiabilidad, el exceso de emisión monetaria y la monetización de la deuda, podría suponer la total pérdida de confianza del mercado en la divisa y, por tanto, el hundimiento de la moneda y un crecimiento explosivo de la inflación, en los mayores bancos centrales del mundo las políticas de QE han tenido un efecto directo sobre el tipo de cambio sin poner en peligro, por el momento, la confianza en la institución ni crear excesivas tasas de inflación. De igual modo, el efecto de las expectativas sobre la inflación y el tipo de cambio puede estar teniendo un efecto sustancial a falta de incrementos de precios contrastables por los índices existentes.

Para comprobar los efectos de los programas de QE sobre el valor de las divisas a nivel mundial, realizaremos una regresión analizando la evolución del tamaño de los principales bancos centrales del mundo (Reserva Federal de EE.UU., Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Banco Central Europeo) y su relación e impacto sobre la evolución del tipo de cambio, medido a través del tipo de cambio real efectivo.

En el gráfico inferior, podemos observar la magnitud del aumento del tamaño de los balances de los principales bancos centrales en relación a su producto interior bruto y su evolución temporal desde el inicio de la crisis en el año 2007 y su comportamiento esperado más allá de 2015. En él, podemos observar cómo la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra fueron los primeros en implementar el QE, posteriormente se unió Japón y en último lugar el Banco Central Europeo.

Ilustración 2. Total Activos Banco Central (% PIB)



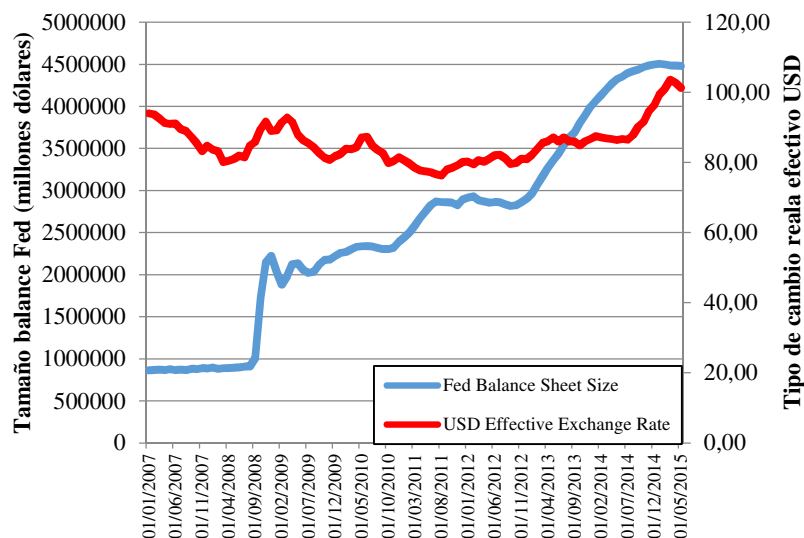
Fuente: Bloomberg Briefs

En primer lugar, comenzaremos con los países que antes iniciaron la expansión de los balances de sus bancos centrales, Estados Unidos y Reino Unido.

En el caso norteamericano, con respecto al tipo de cambio real efectivo, podemos observar dos etapas: una depreciación inicial entre 2007 y 2012, y una posterior recuperación entre 2012 y 2015.

Analizando el periodo 2007-2015 al completo podemos encontrar un incremento del balance de la Fed del 400% acompañado por una revalorización del USD del 8%, que en el modelo de regresión nos ofrece un R^2 del 5,7%. Este resultado puede resultar contrario a la teoría mostrada anteriormente, sin embargo un R^2 tan pequeño nos sugiere que el resultado no es definitivo, y por tanto debemos tener en cuenta otros factores, en algún caso, más difíciles de medir como las expectativas y el papel del dólar como moneda de reserva internacional.

Ilustración 3. Balance Fed vs Tipo de cambio USD (2007-2015)

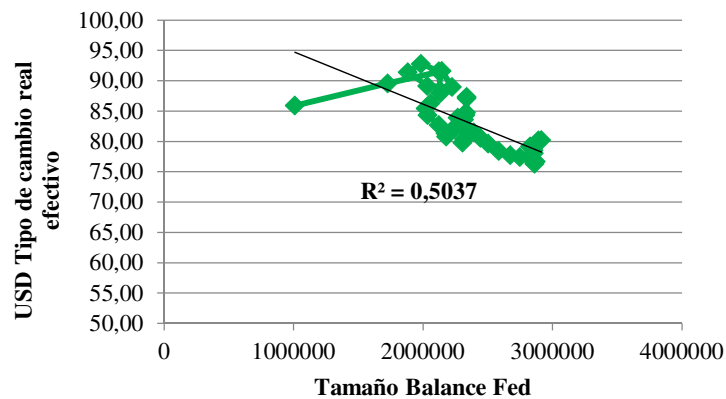


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

Por tanto, vamos a reducir la observación al periodo durante el cual la expansión del balance tenía un efecto expansivo también sobre las expectativas y eliminaremos el efecto de la crisis de deuda soberana en la Eurozona, hacia el final del 2011 y principios de 2012, que supuso la huida de capitales en busca de un valor refugio. Por tanto revisaremos el periodo desde septiembre de 2008 hasta enero de 2012.

Durante este periodo, el tamaño del balance de la Fed creció casi un 200% mientras que el dólar se devaluó más de un 6,5%. Esta regresión nos muestra un coeficiente de correlación, R^2 , del 50%, sustancialmente mayor al de la primera regresión.

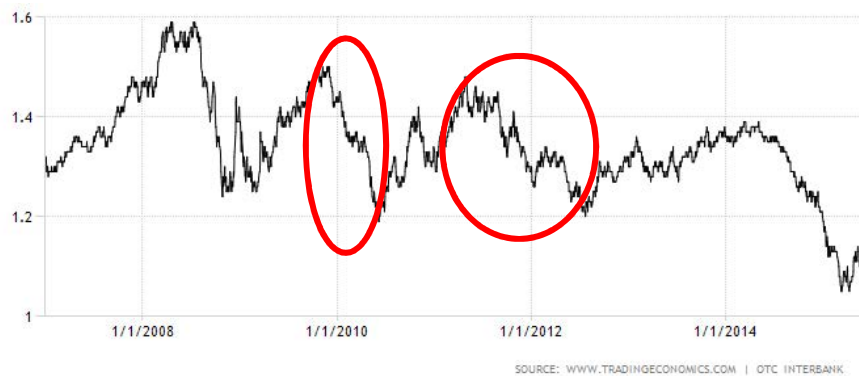
Ilustración 4. Relación balance Fed-Tipo de interés



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

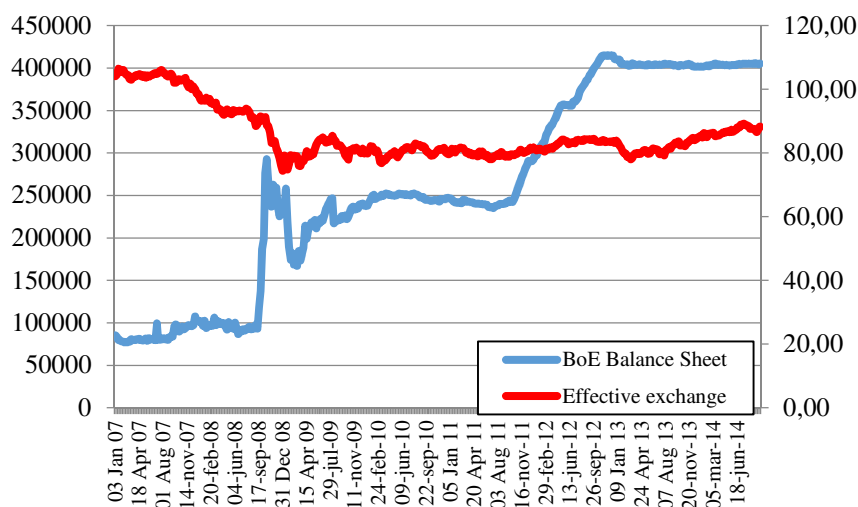
Por tanto, sin bien correlación no implica causalidad, no podemos negar la importancia de la política monetaria expansiva a la hora de devaluar la moneda. Por otra parte, podemos observar el papel del dólar como valor refugio durante los momentos de mayores dudas sobre la viabilidad futura de la moneda europea a través de la caída del tipo de cambio EUR/USD en los momentos más difíciles para la Unión Monetaria Europea en 2010 y 2012.

Ilustración 5. Tipo cambio EUR/USD



En cuanto al Banco de Inglaterra, tomó el mismo camino y al mismo tiempo que la Reserva Federal, aumentando el tamaño de su balance en más de un 375% a la vez que veía depreciarse su moneda en torno a un 15%, presentando un R^2 superior al 38%.

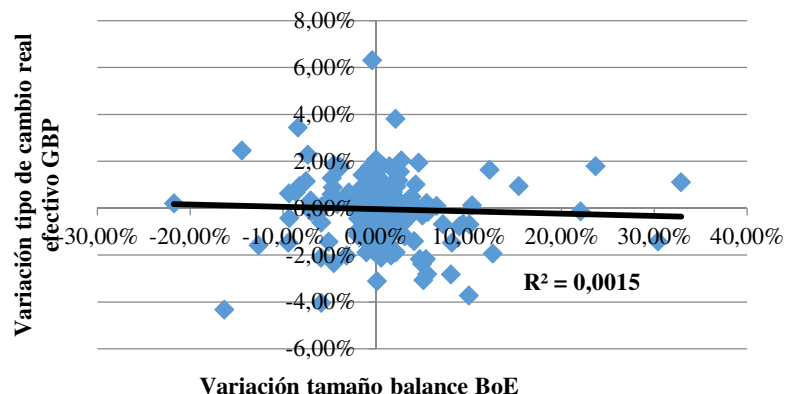
Ilustración 6. Balance BoE vs Tipo de cambio GBP (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

Si bien en el caso del Banco de Inglaterra el efecto directo parece más claro, al realizar la regresión sobre las tasas de variación de ambas variables en vez de sobre sus niveles, el coeficiente de correlación disminuye hasta hacerse prácticamente insignificante, aunque mantiene la relación.

Ilustración 7. Regresión tasa variación balance BoE vs Tipo de cambio efectivo GBP



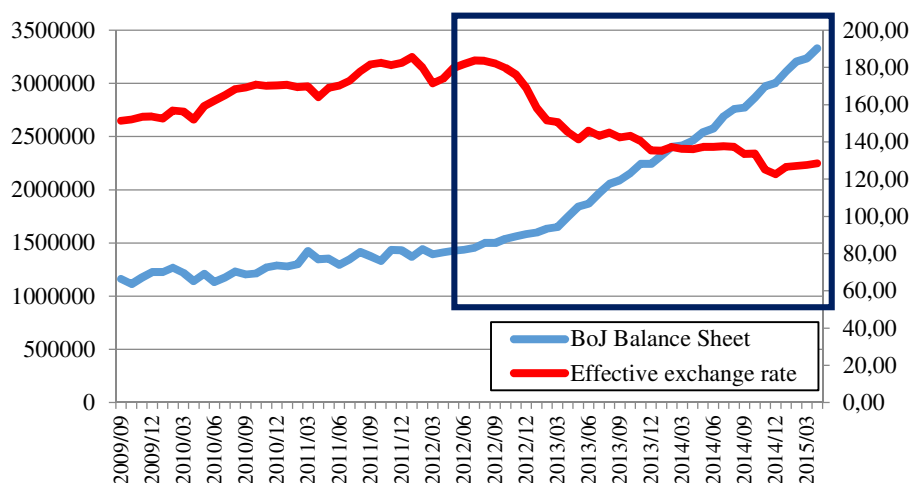
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

El siguiente banco central en adoptar los estímulos monetarios fue el Banco de Japón, que con la llegada al poder de Shinzo Abe en septiembre de 2012 implementó un agresivo programa de QE como parte de su estrategia de la “tres flechas”: relajación monetaria, expansión fiscal y reformas estructurales.

Como podemos ver en el gráfico inferior, desde septiembre de 2012 el balance del Banco de Japón ha crecido más de un 120%, una aceleración significativa cuando desde 2007 había aumentado “solo” un 30%. Y al mismo tiempo, el tipo de cambio real efectivo del yen ha caído un 29%. Esta regresión nos ofrece un coeficiente de correlación muy contundente superior al 70%

En este caso, al realizar la regresión sobre la variación de ambas variables, además de mostrar un R^2 insignificante, cambia la relación, y las mayores caídas del yen no ocurren aquellos meses que más ha crecido el balance del BoJ.

Ilustración 8. Balance BoJ vs Tipo de cambio JPY (2007-2015)



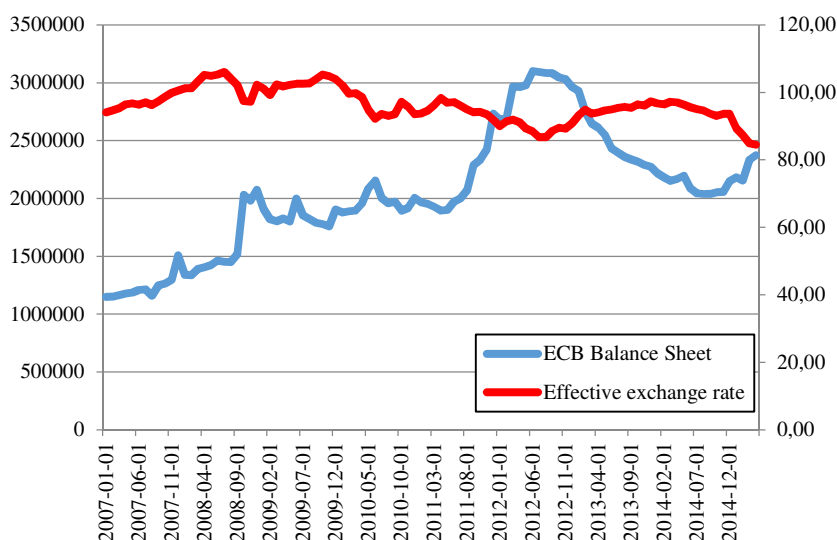
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

Finalmente, en cuanto al Banco Central Europeo, sus dudas y falta de acuerdo sobre la implementación de políticas monetarias expansivas así como los requisitos legales impuestos por la arquitectura de la Unión Monetaria Europea, provocaron una inicial ampliación del balance sin una estrategia declarada de QE, y posteriormente, entre final de 2012 y mitad de 2014, una reducción del tamaño del balance, trasladándose ambos efectos al tipo de cambio real efectivo con un R^2 superior al 40%.

Durante el periodo 2007-2012, el balance del BCE creció casi un 140% mientras el euro se devaluó un 2,44%. Y durante la fase contractiva, el balance se redujo un 20% acompañado de una apreciación del euro en torno al 4%.

Finalmente, en enero de 2015, Mario Draghi anunció el lanzamiento del QE del BCE. Aunque todavía es pronto para ver sus efectos de largo plazo, por el momento, el aumento del balance en un 9% se ha traducido en una depreciación del euro superior al 5%.

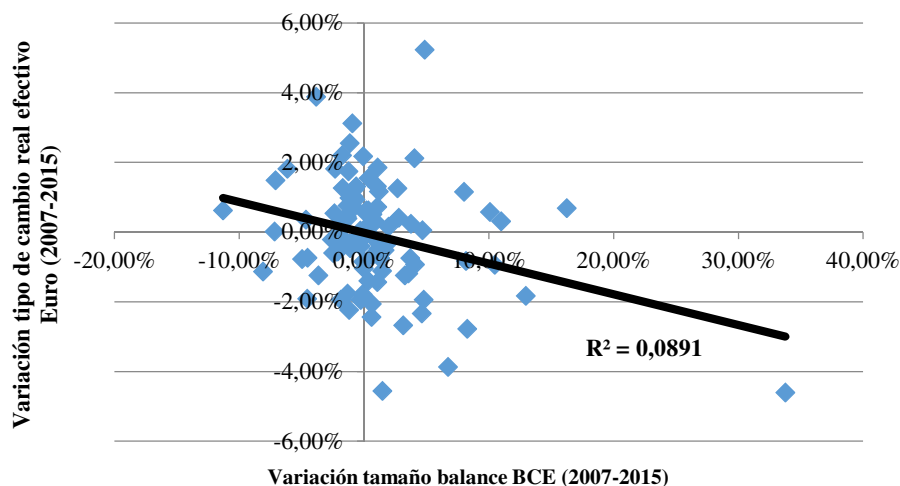
Ilustración 9. Balance BCE vs Tipo de cambio EUR (2007-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

Esta vez, repitiendo la regresión sobre las tasas de variación de nuestras variables, observamos como los movimientos en el balance del BCE se trasladan más directamente a los mercados de tipos de cambio y podemos observar un R^2 superior al 8%.

Ilustración 10. Regresión tasa variación balance BCE vs Tipo de cambio efectivo EUR



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Inglaterra

En resumen, podemos confirmar que, si bien los principales bancos centrales a través del aumento de su balance y la expansión monetaria, pueden empujar la devaluación de la divisa, dicha relación no es proporcional y, además, habrá otros muchos factores que puedan contribuir o entorpecer tal hecho. Entre los factores más importantes a tener en cuenta sobre la capacidad de un banco central para devaluar la moneda estarán: el prestigio y credibilidad del banco sobre el control de la inflación, el tamaño de la economía y su peso específico en la economía mundial y, por supuesto, las acciones de los demás bancos centrales principales.

❖ Modificar los tipos de interés

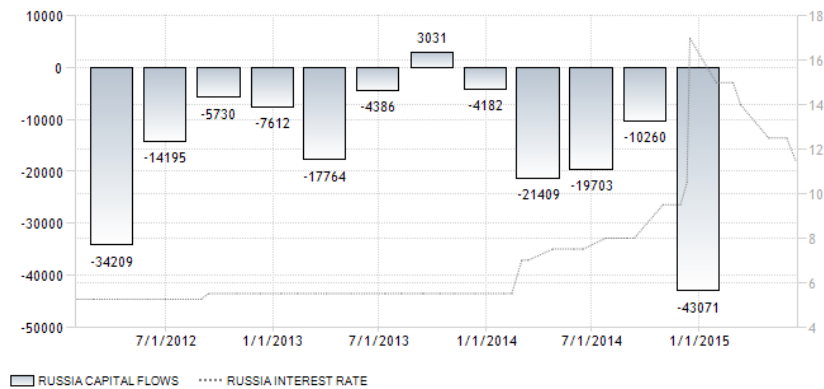
Una segunda herramienta que utilizan los bancos centrales en su política cambiaria es la alteración de los tipos de interés. Como vimos en las teorías anteriores, la teoría de la paridad cubierta de tipo de interés nos dice que a través de menores tipos de interés en relación a otros países, los inversores internacionales tienen menos incentivos para mantener activos denominados en una divisa, de esta forma la demanda por dicha divisa disminuye, lo que lleva a la devaluación. Esta relación suele cumplirse en el corto plazo (De la Dehesa, G., 2000).

Por otra parte, esta relación entre los tipos de interés y los tipos de cambio tienden a no cumplirse en el largo plazo, e incluso a invertirse en períodos de contracción o recesión económica (Sánchez, M. (2005). En estos casos, la aversión al riesgo de los inversores les lleva a buscar alternativas más seguras aunque menos rentables para sus inversiones. Este es el caso visto anteriormente sobre la apreciación del USD durante la crisis de deuda soberana en Europa durante 2010 y 2012.

En esta línea de actuación hemos visto actual últimamente a diferentes bancos centrales, alterando los tipos de interés para prevenir la apreciación o depreciación de sus divisas. Entre enero y marzo de 2015, hasta 24 países bajaron sus tipos de interés, en muchos casos hasta mínimos históricos.

Por una parte, países en desarrollo con divisas inestables como Rusia o la India tuvieron que aumentar sus tipos de interés entre 2014 y 2015 para prevenir la fuga de capital y una depreciación que habría disparado la inflación. Por otra parte, países con monedas fuertes y credibilidad sobre la contención de la inflación como Suiza o Dinamarca tuvieron que bajar sus tipos de interés a niveles incluso negativos para evitar una entrada masiva de capitales en busca de activos refugio que habría apreciado su divisa imponiendo un fuerte castigo sobre su sector exportador.

Ilustración 11. Flujos de capital y tipos de interés, Rusia (2012-2015)



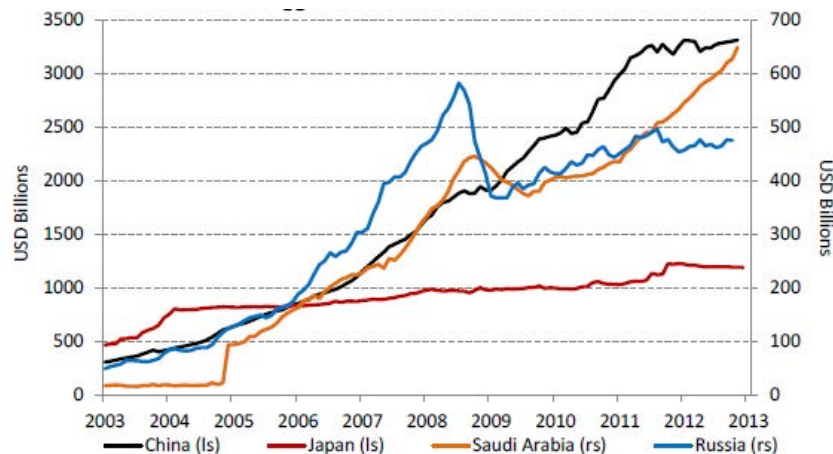
Fuente: Tradingeconomics.com

❖ Acumulación de reservas de divisa extranjera

Una tercera forma de intervenir en los mercados de tipo de cambio por parte de los bancos centrales radica en la acumulación de reservas de divisa extranjera mediante la compra de deuda pública de gobiernos extranjeros.

A través de la compra de deuda de un país, se incrementa la demanda de la divisa de dicho estado, llevando potencialmente a la apreciación de la divisa frente a la del comprador. El ejemplo paradigmático de este tipo de medida lo constituye China con su política de compra de deuda del Tesoro norteamericano para mantener su tipo de cambio anclado al dólar. Pero también Japón recientemente se ha convertido en el país con mayores tenencias de deuda pública americana, y el país nipón no es precisamente un estado frágil con necesidades de acumular reservas para prevenir crisis financieras.

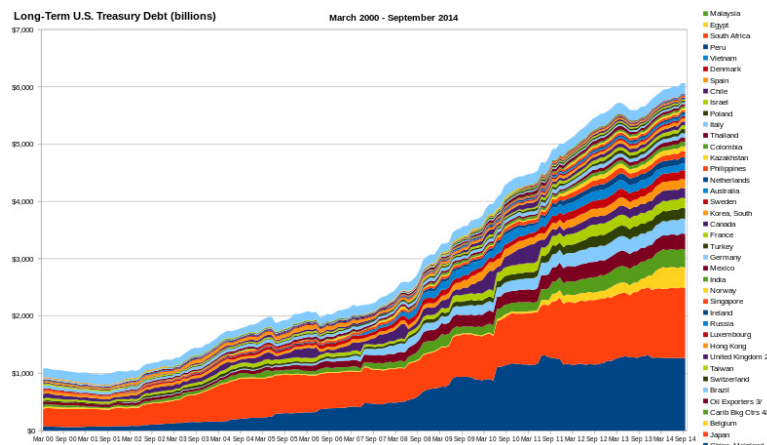
Ilustración 12. Mayores poseedores de reservas extranjeras (2003-2013)



Fuente: Bloomberg Briefs

Si bien es cierto que desde la crisis asiática de finales de los años 90 muchos gobiernos asiáticos y latinoamericanos han acumulado reservas extranjeras para prevenirse de crisis financieras similares, no han sido solo estos países “frágiles” los que han acumulado reservas extranjeras. Como podemos apreciar en el gráfico inferior y superior, gran cantidad de países han multiplicado sus tenencias de divisa y deuda extranjera para prevenir la apreciación de sus monedas.

Ilustración 13. Mayores poseedores de bonos del Tesoro EE.UU.



Fuente: Bloomberg Briefs

❖ Controles de capital

Una forma más drástica de prevenir la apreciación de la moneda supone la imposición de controles a la entrada de capital en el país. Así, limitando por ley la entrada de capital extranjero o imponiendo cuotas a la misma se limita la demanda de moneda y se aplaca el aumento de su precio. De igual forma sucede en el caso contrario, si los controles son para prevenir la salida de capitales y la depreciación de la moneda.

Este tipo de medida, al ser más disruptiva y abiertamente intervencionista es menos habitual y reservada habitualmente a casos más extremos.

❖ Anclaje a otra divisa

Otra medida de política cambiaria consiste en el anclaje del tipo de cambio a otra divisa, manteniéndolo contante o con bandas de fluctuación. Esta medida ha sido tomada tradicionalmente por países con problemas para controlar la inflación, anclando su moneda a otra divisa más fuerte y con un banco central con gran credibilidad en su objetivo de estabilidad de precios, de este modo renunciando a su política monetaria en favor del control de la inflación.

Sin embargo, otro motivo para anclar un tipo de cambio puede ser el evitar una apreciación de la moneda que dañe el sector exportador. Este es el caso de Dinamarca, cuya política cambiaria es cuestión de Estado y, al constituir un valor refugio por su escasa deuda y su credibilidad contra la inflación, ha recibido grandes entradas de capital que habrían hecho apreciarse su divisa de no haber sido por la esterilización de dicho excedente por parte del banco central a través de la acumulación de reservas en divisa extranjera.

Ilustración 14. Reservas extranjeras en el Banco Nacional de Dinamarca



Como hemos comprobado hay multitud de estrategias que, tanto bancos centrales como gobiernos, pueden adoptar para intervenir en los mercados de tipos de cambio. Aunque no todos los casos son constitutivos de acusación de implementar devaluaciones competitivas, la ejecución de varios de ellos o de alguno de forma “injustificada” si puede promover la represalia de algún país con el que se compita en los mercados de exportación, corriendo el peligro de caer en el círculo vicioso de las devaluaciones competitivas y la guerra de divisas.

ANTECEDENTES HISTÓRICOS

“La historia no se repite pero rima”,
Mark Twain, Escritor (1835-1910)

Para terminar de comprender las dinámicas que provocan la gestación y estallido de las guerras de divisas, es importante echar la vista atrás y estudiar las dos confrontaciones que ocurrieron a lo largo del siglo XX. De esta forma comprenderemos los errores y aciertos cometidos y podremos comprobar la existencia de paralelismos con la situación actual, lo que nos ayudará a prevenir situaciones similares en el futuro.

En cada una de las guerras de divisas que vamos a estudiar a continuación, podremos encontrar similitudes con la situación de crisis actual y los movimientos en los mercados de divisas, así como sacar conclusiones sobre la formación, desarrollo y desenlace de estos conflictos.

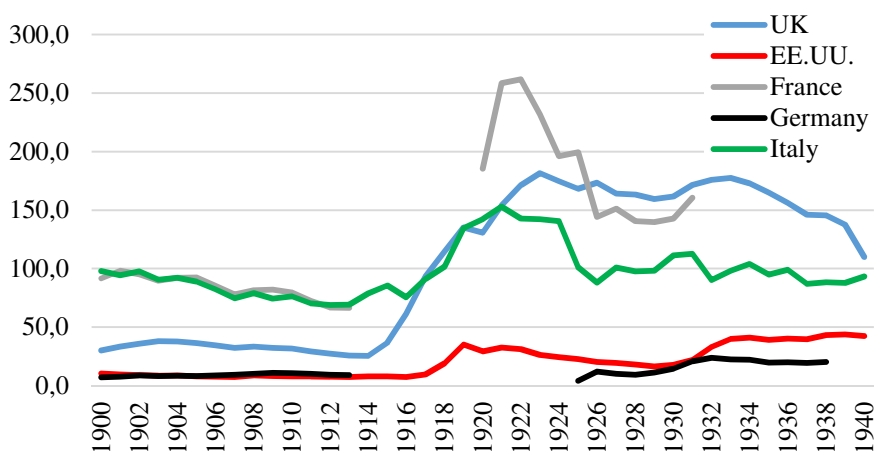
I Guerra de Divisas (1921-1936)

“Sin duda, Lenin tenía razón. No hay modo más sutil y seguro de subvertir las bases de la sociedad que corromper su moneda”.

John Maynard Keynes, “Las consecuencias económicas de la paz”, 1919.

Un contexto de fuerte endeudamiento internacional debido a los enormes gastos en los que incurrieron las naciones para sufragar los costes derivados de la I Guerra Mundial (1914-1919), y posteriormente al aumento de la innovación financiera de los años 20’ y el excesivo crecimiento del sector financiero, así como la rigidez del patrón oro, recuperado tras la guerra en la Conferencia de Génova en 1922, constituyeron la semilla de la Primera Guerra de Divisas.

Ilustración 15. Deuda/GDP % (1880-1940)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reinhartandrogoff.com

Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Antes de la guerra, bajo el patrón oro clásico, la política monetaria de los países estaba muy limitada por la necesidad del respaldo de la moneda por reservas de oro acumuladas en el banco central. La oferta de dinero estaba fuertemente restringida por dichas reservas del oro: aquellos países con superávit por cuenta corriente acumulaban reservas, y experimentaban una relajación de los estándares crediticios, aumentos de la demanda y, finalmente, inflación. Por el contrario, las economías con déficit veían disminuir sus reservas, lo que provocaba un endurecimiento del crédito y deflación. Por tanto, pese a los tipos de cambio fijos, los desequilibrios comerciales se corregían automáticamente a través de los mecanismos del mercado.

La rigidez del patrón oro fue la que mantuvo los desequilibrios comerciales bajo control y, por tanto, la relativa estabilidad del sistema. Sin embargo, a menudo, los desequilibrios se enmascaraban temporalmente con cambios en los tipos de interés que, cuando se volvían insostenibles, provocaban correcciones bruscas y repentinas que desencadenaron las fuertes crisis bancarias y financieras durante los años 20' y 30' que dieron lugar a la Primera Guerra de Divisas.

Según diversos autores, podemos fechar el inicio del conflicto en 1921, cuando Alemania comenzó a monetizar la deuda procedente de las reparaciones de guerra a las que fue condenada tras la I Guerra Mundial (Rickards, J., 2012). Esta monetización masiva destinada a disminuir el endeudamiento y aumentar la competitividad a través del tipo de cambio, provocó una hiperinflación que hundió la economía alemana llevando la tasa de desempleo desde menos de un 5% en 1922 hasta superar el 25% hacia finales de 1923.

Ilustración 16. Estallido hiperinflación alemana

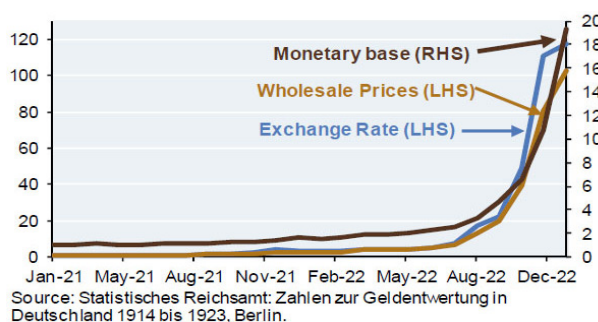
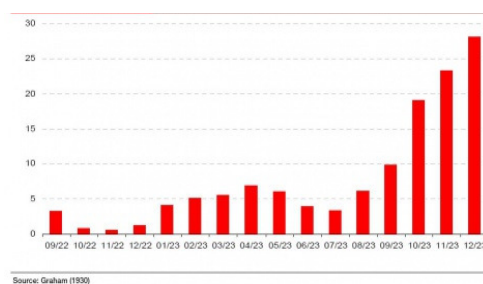


Ilustración 17. Tasa de paro Alemania

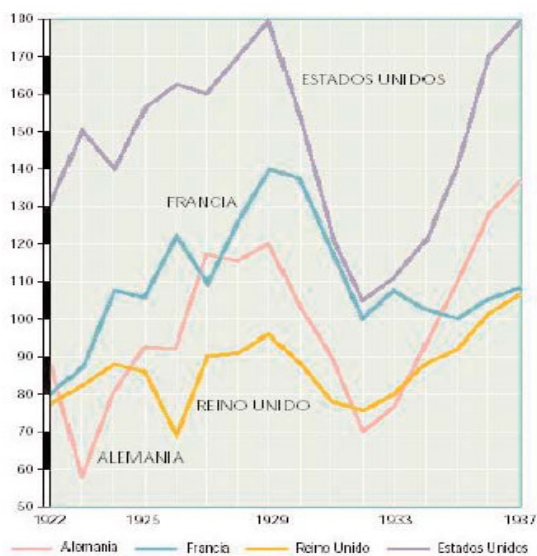


La primera respuesta vino de la mano de Francia, que regresó al patrón con un tipo de cambio devaluado, ganando competitividad respecto a Reino Unido y Estados Unidos, que volvieron al tipo de cambio de preguerra.

Al igual que en 2008, en 1929 en EE.UU. estalló una burbuja especulativa, en este caso bursátil, alimentada por el mencionado excesivo crecimiento del sector financiero y la inversión especulativa en Wall Street. La consecuente crisis financiera rápidamente se contagió por todo el mundo, provocando más de 5.000 quiebras bancarias por todo el mundo entre 1929 y 1932, lo que lógicamente provocó el hundimiento del crédito y el rápido contagio de la crisis a la deuda soberana a nivel internacional.

Tras las quiebras bancarias y los movimientos de Alemania y Francia, Gran Bretaña fue el primer país en abandonar el patrón oro en Septiembre de 1931, depreciándose inmediatamente la libra frente al dólar un 30%. Además, debido a los fuertes lazos comerciales existentes con el Imperio Británico, las consecuencias de la devaluación se dejaron sentir por todo el mundo. Se produjo una reacción en cadena de devaluaciones en Japón, Estados Unidos, Francia, Alemania, Suecia y Noruega, entre otros.

Ilustración 18. Crack bursátil 1929



Fuente: Historiageneral.com

En la tabla adjunta podemos observar en detalle la sincronía en las fechas de abandono del patrón oro (Mauldin, J., 2013):

País	Vuelta al Patrón Oro	Suspensión del Patrón Oro	Controles Tipos de Cambio	Devaluación
Australia	Abril 1925	Diciembre 1929	-	Marzo 1930
Austria	Abril 1925	Abril 1933	Octubre 1931	Septiembre 1931
Bélgica	Octubre 1926	-	-	Marzo 1935
Canadá	Julio 1926	Octubre 1931	-	Septiembre 1931
Checoslovaquia	Abril 1926	-	Septiembre 1931	Febrero 1934
Dinamarca	Enero 1927	Septiembre 1931	Noviembre 1931	Septiembre 1931
Estonia	Enero 1928	Junio 1933	Noviembre 1931	Junio 1933
Finlandia	Enero 1926	Octubre 1931	-	Octubre 1931
Francia	Agosto 1926 - Junio 1928	-	-	Octubre 1936
Alemania	Septiembre 1924	-	Julio 1931	-
Grecia	Mayo 1928	Abril 1932	Septiembre 1931	Abril 1932
Hungría	Abril 1925	-	Julio 1931	-
Italia	Diciembre 1927	-	Mayo 1934	Octubre 1936
Japón	Diciembre 1930	Diciembre 1931	Julio 1932	Diciembre 1931
Letonia	Agosto 1922	-	Octubre 1931	-
Holanda	Abril 1925	-	-	Octubre 1936
Noruega	Mayo 1928	Septiembre 1931	-	Septiembre 1931
Nueva Zelanda	Abril 1925	Septiembre 1931	-	Abril 1930
Polonia	Octubre 1927	-	Abril 1936	Octubre 1936
Rumanía	Marzo 1927 - Febrero 1929	-	Mayo 1932	-
Suecia	Abril 1924	Septiembre 1931	-	Septiembre 1931

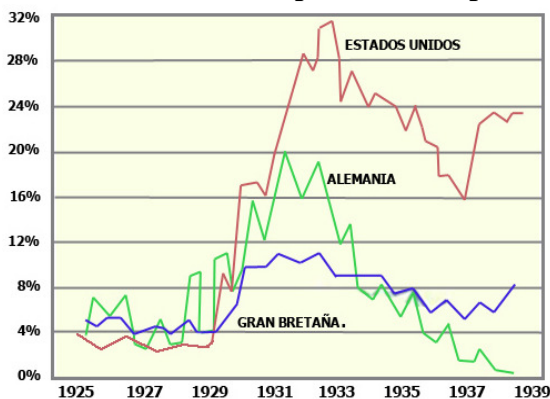
Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

España	-	-	Mayo 1931	-
Reino Unido	Mayo 1925	Septiembre 1931	-	Septiembre 1931
EE.UU.	Junio 1919	Marzo 1933	Marzo 1933	Abril 1933

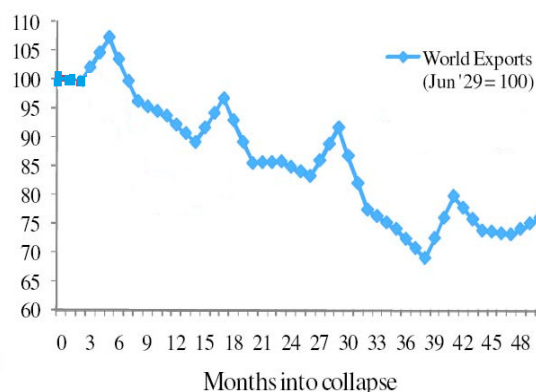
Fuente: Liga de Naciones, *Yearbook*, en Mauldin, J. (2013)

Exactamente igual que en la actualidad, con la crisis bancaria y soberana, los flujos de capital desaparecieron en busca de activos refugio, la producción industrial se desplomó y el desempleo se disparó. Por si fuera poco, debido a la rigidez del patrón oro recuperado tras la guerra, los países tuvieron que aumentar los tipos de interés para prevenir la fuga de capitales y la bancarrota del sector financiero, lo que acentuó la recesión y la deflación. Además, la implantación de políticas de empobrecimiento del vecino, como devaluaciones competitivas, derivadas del abandono del patrón oro; imposición de controles de capital así como barreras al comercio y aranceles, destinadas a proteger las industrias locales; dañaron el comercio global y profundizaron la recesión (Ahamed, L., 2010).

Ilustración 20. Tasa de paro Gran Depresión **Ilustración 19. Comercio mundial 1929**



Fuente: Historiageneral.com



Fuente: WTO

Finalmente, tras varias rondas de devaluaciones, en 1936 Francia, Reino Unido y Estados Unidos firmaron un acuerdo tripartito que paró la guerra. Sin embargo otro conflicto aún más grave ya estaba en marcha con la llegada de Hitler al poder en Alemania o el rearme de Japón: la II Guerra Mundial.

II Guerra de Divisas (1967-1987)

“El dólar es nuestra moneda, pero es vuestro problema”,

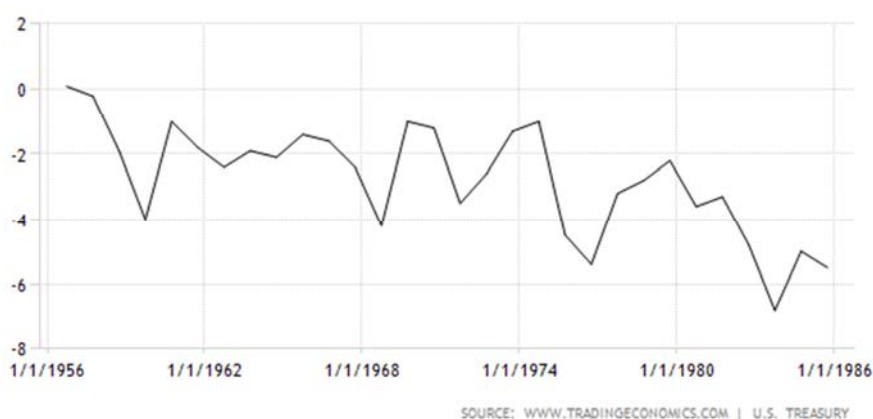
John Conally, Secretario del Tesoro de EE.UU., 1971

En Julio de 1944, acabando la II Guerra Mundial, las potencias vencedoras se reunieron en New Hampshire, EE.UU., para elaborar una alternativa al patrón oro que otorgara cierta flexibilidad al sistema monetario internacional y, al mismo tiempo,

evitara las devaluaciones competitivas anteriores a la guerra. De esta forma nació el sistema de Bretton Woods (nombre del hotel en el que se celebró la conferencia), que fijaba la convertibilidad del dólar a oro a 35\$ por onza, y un tipo de cambio fijo del resto de divisas frente al dólar, utilizando de esta forma el dólar como ancla del sistema monetario internacional y como moneda de reserva.

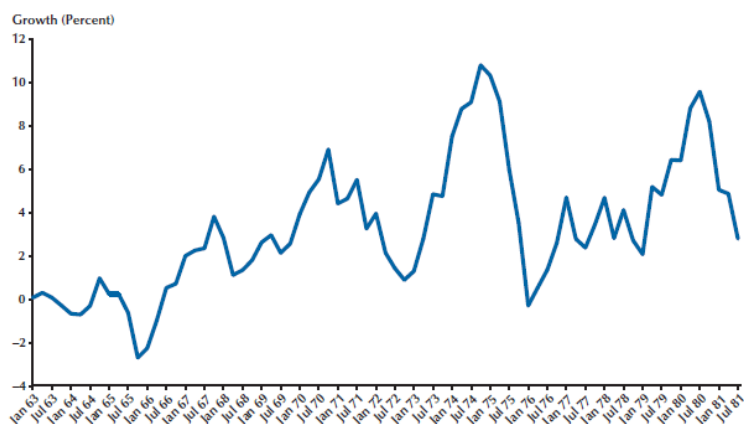
Menos de veinte años después, hacia 1960, el sistema comenzó a mostrar grietas. El gobierno estadounidense empezó a incurrir en déficits presupuestarios año tras año para financiar el elevado gasto social, derivado de las altas tasas de desempleo y el programa conocido como “Great Society” del Presidente Lyndon Johnson; así como los gastos militares, destinados a sufragar la larga y costosa Guerra de Vietnam (1959-1975) que llegaba a su momento álgido y, por tanto, de mayor gasto.

Ilustración 21. Déficit presupuestario EE.UU. (1956-1986)



Sin embargo no fue solo eso lo que causó el desmoronamiento del régimen monetario. El problema vino de la pérdida de independencia de la Reserva Federal y el recurso a la monetización de dichos déficits. En menos de una década la Fed compró más de 62.000 millones de dólares en títulos del Tesoro, cuando desde su nacimiento había comprado menos de 27.000 millones. Es decir, la compra de deuda pública por parte de la Fed se duplicó en pocos años, creando dinero de la nada (Mauldin, J. 2013).

Ilustración 22. Diferencia crecimiento base monetaria vs crecimiento del PIB real

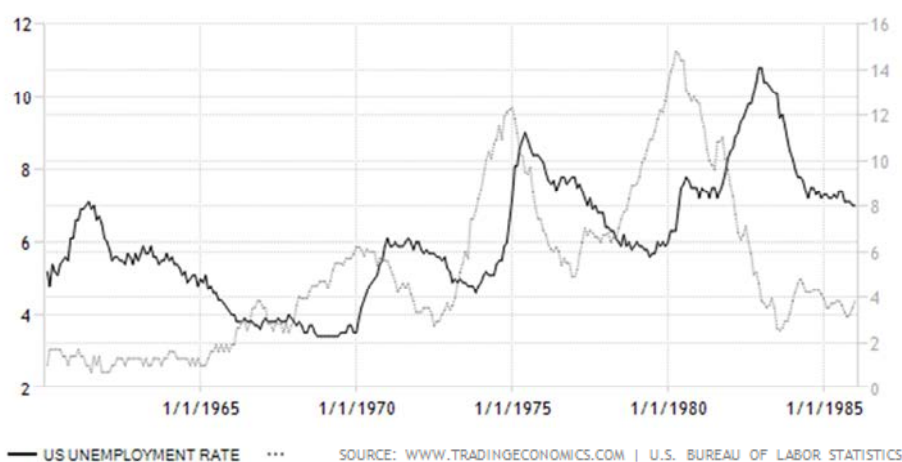


Fuente: Meltzer, A. H. (2005)

Tras la II Guerra Mundial, en 1946, el congreso de los Estados Unidos estableció la base del mandato dual de la Reserva Federal a través del “Employment Act”, a partir del cual la Fed debe buscar tanto la estabilidad de precios como el máximo nivel de empleo y producción, así como unos tipos de interés moderados en el largo plazo (Steelman 2011). De esta forma, en un contexto de alto desempleo y baja inflación, la Reserva Federal comenzó a aceptar un mayor crecimiento de los precios para disminuir la tasa de paro, permitiendo la financiación del gasto gubernamental. Sin embargo, tal y como advirtieron Edmund Phelps (Phelps, E., 1967) y Milton Friedman (Friedman, M., 1968), aunque a corto plazo se puede mantener una relación estable entre inflación y desempleo, a largo plazo la relación de la Curva de Phillips se vuelve inestable como consecuencia del comportamiento racional y previsor de los agentes, que exigirán mayores salarios para compensar el incremento de los precios, al igual que las empresas aumentarán los precios como consecuencia de los mayores costes, creándose una espiral inflacionista.

Aunque durante la primera mitad de los 60’ disminuyó el paro sin aumentar la inflación, a partir de 1965, coincidiendo con la expansión monetaria de la Fed, la inflación comenzó a escalar, duplicándose en menos de 5 años, y descontrolándose a partir de 1970 apoyada por las dos crisis del petróleo de 1973 y 1979. De esta forma se confirmó el incumplimiento de la relación propuesta en la curva de Phillips y se dio paso a un largo periodo de *estanflación* en el que desempleo e inflación van de la mano.

Ilustración 23. Inflación y desempleo EE.UU. (1960-1985)



Debido a su papel como moneda de reserva mundial y, por tanto, su importancia para la financiación del crecimiento del comercio mundial y la compra de materias primas, la demanda de dólares se incrementó notablemente. Durante un tiempo esta fue satisfecha por un creciente déficit en la balanza por cuenta corriente en EE.UU. y la acumulación de dólares como reservas por parte de los bancos centrales nacionales. Sin embargo, la alta inflación y la excesiva emisión de dólares en relación a las reservas de oro estadounidenses, llevaron a poner en duda la convertibilidad del dólar al tipo fijado en Bretton Woods y, de este modo, la viabilidad del sistema monetario vigente.

Sin embargo, a pesar de la centralidad de las políticas norteamericanas y su importancia para la economía mundial por su estatus de divisa de reserva, los primeros disparos de la Segunda Guerra de Divisas fueron hechos por Gran Bretaña.

Al igual que EE.UU., una creciente inflación y desequilibrios por cuenta corriente, provocaron la devaluación de la libra esterlina en 1967. Tras deteriorarse su posición como moneda de reserva desde 1945 en favor del dólar, el desequilibrio entre las reservas internacionales en libras y el oro acumulado en el Banco de Inglaterra para redimir dichas reservas llevó a la primera devaluación desde la II Guerra Mundial. La libra esterlina se devaluó frente al dólar en torno a un 14%.

De este modo se sentó el primer precedente para romper con el sistema de Bretton Woods. Si Gran Bretaña podía devaluar su moneda, entonces otros muchos países también podrían.

Como no podía ser de otra forma, el siguiente país fue EE.UU., que en 1971, a través del Presidente Nixon, anunció su “Nueva Política Económica” que consistió en el establecimiento de controles de precios y salarios, para atajar la inflación; un impuesto adicional del 10% sobre las importaciones, para mejorar la deteriorada balanza comercial; así como el fin de la convertibilidad del dólar en oro, algo esperado desde hacía tiempo.

Un mes después del anuncio, las principales divisas internacionales rompieron con la convertibilidad fija y comenzaron a tener un tipo de cambio flotante y a apreciarse respecto al dólar. Además, como todas las guerras de divisas, las devaluaciones en los tipos de cambio vinieron acompañadas por medidas proteccionistas. Al impuesto a las importaciones estadounidenses le acompañaron controles de capital en Alemania y comisiones a los depósitos en Suiza, para prevenir la entrada de capitales y la apreciación de la moneda.

Ese mismo año el General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) consideró que el impuesto a las importaciones norteamericano constituía una violación a las reglas del libre comercio y, por tanto, el derecho a la represalia estaba justificado. Sin embargo, dos importantes factores previnieron a los gobiernos de continuar con la escalada: por una parte, los recuerdos de los años 30’ y las consecuencias que aparejó la Primera Guerra de Divisas; y, por otra parte, la importancia de los EE.UU. para la seguridad de Europa y Japón ante la amenaza de la Unión Soviética.

En una conferencia del G-10 organizada en Londres en el mes de Septiembre específicamente para tratar el tema, el enviado estadounidense, John Conally, dejó claro que el objetivo de su “Nueva Política Económica” era pasar del actual déficit comercial de 5.000 millones de dólares, a un superávit de 8.000 millones de dólares, y que dicha demanda no era negociable. El ministro canadiense de comercio, fijó en 90.000 los puestos de trabajo destruidos en su país el primer año como consecuencia de las medidas estadounidenses (Rickards, J., 2012).

En Diciembre se produjo una segunda conferencia en Roma en la que EE.UU. propuso una apreciación general de las divisas del 11% frente al dólar y una devaluación del dólar frente al oro del 10%, cuya combinación suponía un

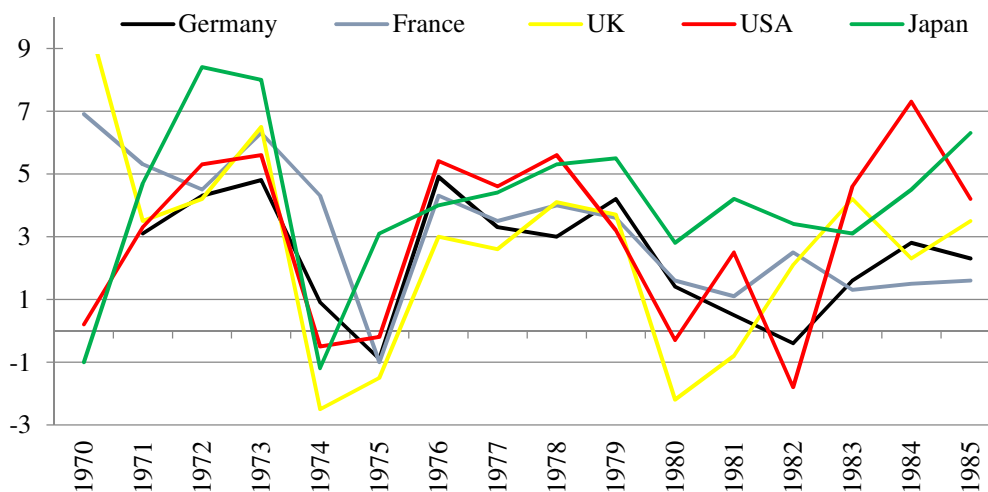
Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

encarecimiento del 20% de las exportaciones a EE.UU., ante lo cual el gobierno estadounidense retiraría el impuesto del 10% a las importaciones.

Finalmente, semanas después, se alcanzó un acuerdo en Washington conocido como “Smithsonian Agreement” consistente en una devaluación del 9% del dólar frente al oro y una apreciación de las mayores divisas frente al dólar de entre un 3% y un 8%, así como mantener las nuevas paridades dentro de unas bandas de fluctuación de $\pm 2,25\%$. Por su parte, EE.UU. retiró la tarifa del 10% a las importaciones. El mayor ajuste fue hecho por Japón y Alemania, con apreciaciones de sus divisas de hasta el 17%, y el menor por Francia y Gran Bretaña, que solo sufrieron la depreciación del dólar frente al oro.

Sin embargo, a pesar de las altas expectativas que sembró el acuerdo, menos de dos años después las principales economías del mundo entraron en la peor recesión desde el fin de la II Guerra Mundial.

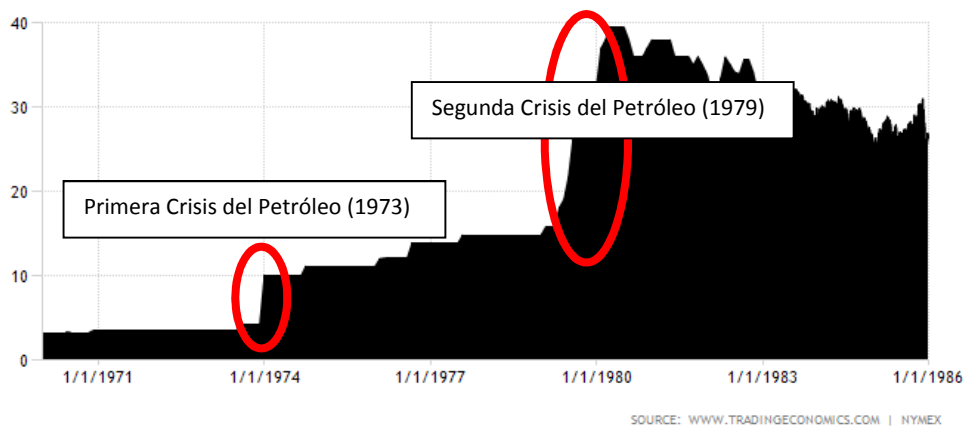
Ilustración 24. Crecimiento PIB 1970-1985



Fuente: Banco Mundial database

Por supuesto, es importante mencionar el efecto contractivo que la Primera Crisis del Petróleo en 1973, tras la Guerra del Yom Kippur, tuvo sobre la economía mundial, al cuadruplicarse los precios del “oro negro” en menos de un año.

Ilustración 25. Crisis del petróleo



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | NYMEX

No obstante, antes de la recesión y crecimiento de los precios del petróleo, la libra esterlina volvió a ser devaluada en 1972 saltándose los acuerdos de fluctuación del Smithsonian Agreement. Para final de año, la libra se había devaluado en torno a un 10%. La primera replica la puso Alemania, imponiendo controles de capital para prevenir la apreciación del marco alemán. Y poco después, Suiza y Canadá se unieron a Gran Bretaña uniéndose a la libre flotación, ignorando las bandas de fluctuación del $\pm 2,25\%$.

En 1973, el FMI declaró el final de Bretton Woods y el establecimiento de un sistema de tipos de cambio de flotación libre fijados en los mercados. Pero el conflicto difícilmente había terminado.

A pesar de las devaluaciones y promesas de crecimiento, tanto EE.UU. como Gran Bretaña sufrieron otras dos recesiones, y la economía mundial se estancó antes del fin de la década, de nuevo ayudada por una nueva crisis del petróleo que volvió a duplicar los precios del crudo como consecuencia de la guerra Irán-Irak. El esperado aumento de las exportaciones y fin de los males de la economía norteamericana no apareció.

Con la llegada de Paul Volcker a la presidencia de la Reserva Federal en 1979 comenzó la lucha contra la inflación y el aumento de los tipos de interés. El crecimiento de los precios pasó del 12,5% en 1980 al 1,1 en 1986 debido al aumento de los tipos de interés hasta el 20% en 1980, desde un 5% tan solo dos años antes, lo que contribuyó inestimablemente a la recesión. El fin de la inflación supuso la vuelta al crecimiento económico, el empleo y la confianza en el dólar, apreciándose un 50% frente al oro y otras divisas, lo que acentuó el déficit comercial. Ante este hecho volvieron a surgir reclamaciones mercantilistas para devaluar el dólar y proteger la industria nacional frente a la competencia japonesa y alemana.

En 1985 se puso fin a la Segunda Guerra de Divisas mediante los Acuerdos del Plaza, un periodo de agitación, desempleo e inflación que se vio agravado por el impacto de los conflictos bélicos en los precios energéticos. Las grandes potencias acordaron apreciar sus divisas frente al dólar. Una vez más por su dependencia sobre la protección militar frente a la Unión Soviética.

En los años siguientes, Alemania, Japón, Francia y Reino Unido vieron apreciarse sus monedas frente al dólar estadounidense: 40% el franco francés, 50% el yen y 20% el marco alemán. Sin embargo, una vez más, el crecimiento se mantuvo bajo y el desempleo alto, solo la balanza comercial mejoró aunque continuó registrando un elevado déficit. Una vez más, el efecto de las devaluaciones competitivas y las políticas mercantilistas fue el repunte de la inflación.

CRISIS ACTUAL, ¿III GUERRA DE DIVISAS?

"Estamos en medio de una guerra de divisas internacional, una debilitación general de las divisas",
Guido Mantega, Ministro de Finanzas de Brasil, 2010

Siguiendo la denuncia del Ministro brasileño de finanzas, vamos a revisar la gestación, desarrollo y salida de la crisis actual, y analizar las posibilidades de que las políticas implementadas para recuperar la senda del crecimiento puedan estar provocando el estallido de una tercera guerra de divisas que, una vez más, hunda el comercio mundial y tenga consecuencias inesperadas sobre la economía mundial.

Para ello, en primer lugar revisaremos las causas de la crisis desde un punto de vista de la acumulación de desequilibrios comerciales y por cuenta corriente. Posteriormente, analizaremos las medidas implementadas para recuperar el ritmo de crecimiento y salida de la crisis.

Crisis 2007: Exceso de deuda y desequilibrios por cuenta corriente

*"Los fuertes hacen lo que pueden,
los débiles sufren lo que deben",*
Tucídides, Historia de la Guerra del Peloponeso (431 a.C.)

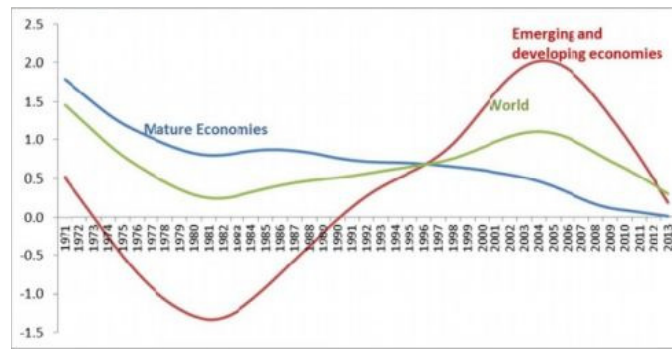
Cuando el 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers se declaró en quiebra y desató un huracán financiero que sumió a la economía mundial en la peor crisis económica desde la Gran Depresión de 1929, todas las miradas se centraron en los excesos del sector financiero y la creciente importancia de las finanzas en la economía. Agencias de rating, reguladores e inversores se vieron señalados como culpables de la crisis por su exceso de ambición o por su mala supervisión.

Sin embargo, aparte de los excesos en el sector financiero, también se crearon enormes desequilibrios en la economía real que sembraron la semilla de una recesión de la magnitud de la vivida en estos últimos años.

Durante los últimos 30 años, la economía mundial ha estado empujada por el auge del comercio internacional. A nivel mundial se han creado dos frentes interdependientes cuya interacción impulsaba el crecimiento económico a costa de alimentar unos desequilibrios por cuenta corriente y de generación de deudas insostenibles: unos fabrican y los otros consumen con el dinero que les prestan los primeros.

Por una parte, podemos encontrar a los principales países desarrollados de occidente, cuyas ricas sociedades basan sus modelos de crecimiento en un consumo alimentado por la acumulación de deuda, y con las fuentes naturales de aumento de la riqueza, crecimiento de la población y de la productividad, estancadas o menguando.

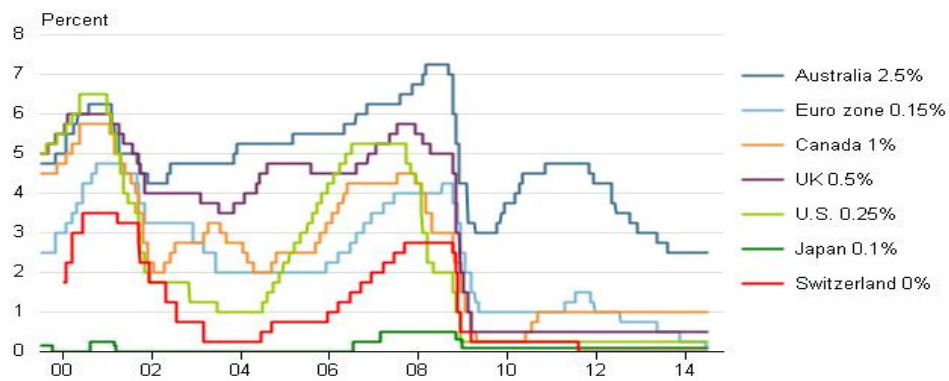
Ilustración 26. Crecimiento mundial de la productividad



Source: The Conference Board *Total Economy Database*™, January 2014

De esta forma, ante las dificultades para crecer por medios tradicionales, el recurso a la deuda se convirtió en la norma. Para ello, los principales bancos centrales en los países desarrollados instrumentaron las políticas de bajos tipos de interés, incentivando el endeudamiento para mantener el ritmo de crecimiento.

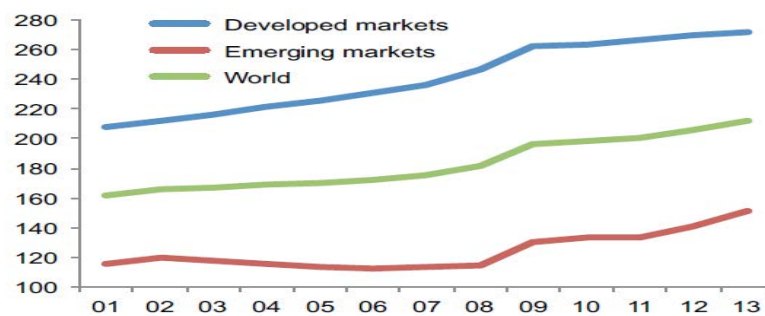
Ilustración 27. Tipos de interés en países desarrollados



Fuente: Thomson Reuters datastream

Esta forma de crecimiento lógicamente disparó los niveles de endeudamiento tanto a nivel público como privado, acumulando ingentes cantidades de deuda en los países desarrollados, donde la deuda total pasó de un 300% del PIB en 2000 hasta un 400% en 2013. Por su parte, los países en desarrollo también aumentaron sus niveles de endeudamiento a partir de la crisis financiera de 2008-2008 (Buttiglione, L., et al., 2013).

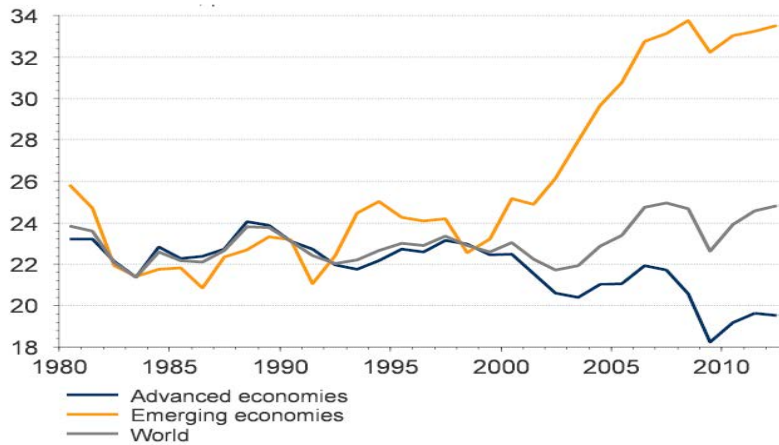
Ilustración 28. Deuda global excluyendo empresas financieras (% PIB)



Fuente: Buttiglione, L., et al., (2013)

A la vez que ha aumentado la deuda, lógicamente, ha disminuido el ahorro para financiar la inversión, fuente de aumentos de productividad, cayendo en los países desarrollados por debajo del 20% y manteniéndose en las economías emergentes en tasas superiores al 32%.

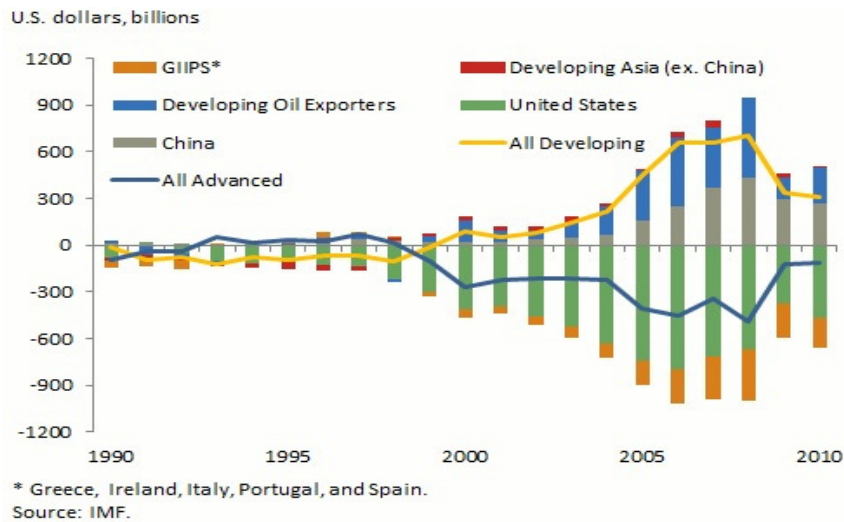
Ilustración 29. Tasa de ahorro global (1980-2014)



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

De esta manera, las economías desarrolladas alimentaban sus déficits por cuenta corriente con financiación proveniente del ahorro de las economías emergentes, invertida a menudo en deuda pública de países como EE.UU., lo que les llevaba aumentar sus reservas en divisa extranjera, como vimos anteriormente.

Ilustración 30. Balanzas por cuenta corriente



* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.
Source: IMF.

Como podemos ver en el gráfico anterior, desde finales de los 90', coincidiendo con el fin de la crisis asiática y como mencionamos anteriormente, muchos países comenzaron a acumular reservas extranjeras para mantenerlas en su balance. Además de para prevenirse de futuras crisis y fugas de capital, los países en desarrollo comenzaron a enviar flujos de dinero a los países desarrollados para sostener unos tipos de cambio más competitivos y así mantener su modelo de crecimiento basado en las exportaciones, de esta forma, sobrealimentando sus superávits por comerciales (Gagnon, J.E., 2013).

Este exceso de dinero fácil, endeudamiento y represión financiera provocó la mala asignación del capital en muchos países, provocando burbujas inmobiliarias en países como EE.UU., Irlanda o España. Así, el estallido de la burbuja del endeudamiento provocó una crisis por el deterioro de los balances que llevó a las principales economías a buscar el desapalancamiento, provocando una caída de la demanda global, deflación, contracción del PIB y aumentando las tasas de paro a nivel global (Koo, R. 2009).

PIB=C+I+G+XN

“Durante muchos años, hemos visto crecer y crecer el déficit comercial frente a China. Hoy, finalmente estamos haciendo algo frente a ello reconociendo que la manipulación cambiaria china representa un subsidio a sus exportaciones hacia EE.UU. y más allá”

Nancy Pelosi, Portavoz Demócrata en la Cámara de Representantes de EE.UU., 2010

Llegados al punto de salida de la crisis que asola la economía mundial sin corregir totalmente los graves desequilibrios de endeudamiento y balanza por cuenta corriente, las principales economías mundiales vieron seriamente restringidas sus herramientas de política económica para recuperar el crecimiento.

El desendeudamiento en el sector privado en los países desarrollados provocaba la imposibilidad de que el consumo privado, principal conductor del crecimiento, impulsara el PIB. Igualmente, las anémicas tasa de ahorro en accidente eliminaban la posibilidad de que fuera la inversión la que empujara el crecimiento hacia la recuperación. Y, por supuesto, los elevados niveles de deuda pública sobre el PIB y las consiguientes crisis de deuda soberana en Europa, anularon la posibilidad de implementar fuertes políticas keynesianas de gasto público.

Así, la única vía factible de salida de la recesión y el desempleo lo constituyó el sector exterior. Sin embargo, las economías occidentales sufrían grandes déficits comerciales frente a sus contrapartes emergentes, fundamentalmente los países manufactures de Asia y los exportadores de materias primas de América del sur. Debido a sus menores costes laborales, los países desarrollados debían sufrir una fuerte deflación y devaluación interna para poder competir con los países emergentes.

Especialmente en los países del sur de Europa, se implementaron mediadas de austeridad con el fin de llevar a cabo dicha devaluación interna que recuperara la competitividad en estos países frente a sus compañeros de moneda del norte. Sin embargo, estas políticas se han probado especialmente dolorosas para la población que se ha revelado contra ellas, derribando gobiernos en favor de opciones menos dispuestas a imponer dichas medidas.

Por tanto, sin margen de maniobra para recurrir a la política fiscal y con una población reticente a las reformas estructurales, la política monetaria se convirtió en la “estrella” de la recuperación, entregando el protagonismo de la recuperación a los

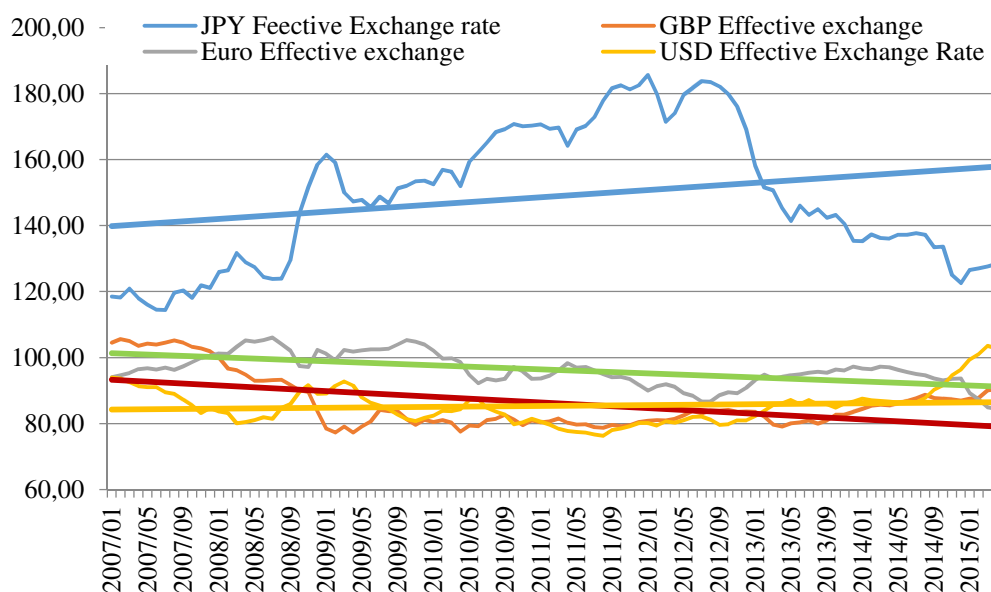
bancos centrales. Estos, al llegar al límite 0 de los tipos de interés y hundidos en una trampa de liquidez optaron por la expansión cuantitativa de su balance, QE, en busca de cuatro objetivos fundamentales (Roubini, N., 2014):

- Recuperar el crecimiento del crédito al sector privado, y de este modo la senda del crecimiento.
- Aumentar las tasas de inflación, evitando caer en una deflación al estilo japonés que además ayude a reducir la carga de deuda (Bernanke, B., 2002).
- Aumentar los precios de los activos (inmobiliarios y financieros), creando un efecto riqueza que impulse la economía a través del consumo y la inversión privada.
- Depreciar la moneda con el fin de estimular el sector exportador.

Como hemos visto con anterioridad, los principales bancos centrales del mundo, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Banco Central Europeo, se han implicado en expansiones cuantitativas entre cuyos resultados podemos encontrar la devaluación de la moneda.

Sin embargo, consciente o inconscientemente, parece que la devaluación entre los cuatro grandes ha venido de manera ordenada. En primer lugar devaluaron EE.UU. y Reino Unido, especialmente este último, mientras el dólar sufría los efectos de la crisis y su papel de valor refugio. El euro se sostenía bastante estable pese a las dudas sobre su viabilidad futura; y el yen se apreciaba hasta la llegada del programa Abenomics, que provocó una fuerte depreciación del yen. Recientemente, el anuncio del BCE de poner en marcha su propio programa de QE ha reactivado la devaluación del euro.

Ilustración 31. Tipo de cambio real efectivo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BoE

Si bien, esto no es prueba de la existencia del conflicto, sí lo es del hecho de la implementación unilateral de políticas con fuertes repercusiones internacionales. Así mismo, podemos confirmar la ejecución de políticas de respuesta por otros bancos centrales que se han visto gravemente afectados por tales devaluaciones.

Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Así, durante los últimos meses hemos podido ver cómo una mayor cantidad de bancos centrales se han unido a la expansión de su balance y hasta 22 bancos centrales han recurrido a bajadas de interés hasta mínimos históricos solo en el primer trimestre de 2015

Ilustración 32. Expansión de balances...

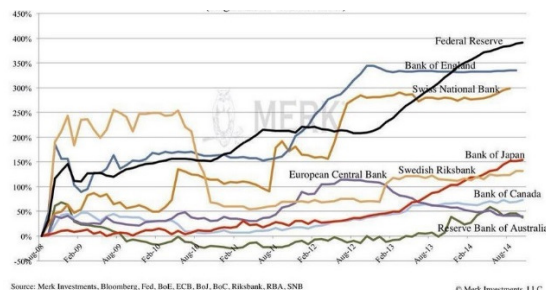
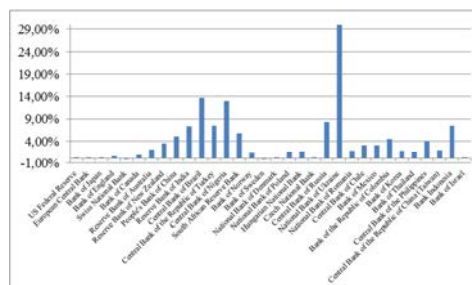


Ilustración 33. ...y relajación de tipos de interés



Además, en otras muchas naciones se han abierto frentes en la guerra por la devaluación. Si bien entre los cuatro grandes bancos centrales ha habido cierto orden, las repercusiones de sus acciones se han expandido por todo el mundo en función de las relaciones comerciales.

Así, la devaluación del dólar supuso quejas y represalias en Sudamérica, especialmente en México o Brasil, que vio apreciarse el Real un 40% frente al dólar entre 2009 y 2011, lo que obligó al banco central a subir los tipos para luchar contra la inflación; y, por supuesto, la reacción china, replicando el aumento del balance y las bajadas de tipos, además de permitir cierta apreciación del yuan ante el temor repetido de ser declarada manipuladora de los tipos de cambio en la Organización Mundial del Comercio.

La devaluación japonesa ha disparado las represalias por todo el sureste asiático, con países como Corea del Sur, Taiwán, Vietnam, Indonesia, China, Singapur o Tailandia bajando sus tipos de interés como respuesta a la fuerte apreciación de sus divisas.

De igual forma, la devaluación del euro ha supuesto fuertes presiones sobre el franco suizo, la corona danesa, noruega o sueca, cuyos bancos centrales han respondido incluso estableciendo tipos de interés negativos para los depósitos como única forma de prevenir la entrada de capitales que aprecian sus monedas, violando sus regímenes cambiarios fijos frente al euro, y causando grandes perjuicios a su sector exportador. De hecho, podemos considerar a Suiza la primera nación derrotada en esta supuesta guerra de divisas al renunciar a mantener el tipo de cambio fijo con el euro tras multiplicar por cinco el tamaño de su balance entre 2008 y 2012, lo que supuso una apreciación del franco suizo frente al euro superior al 15% en un solo día.

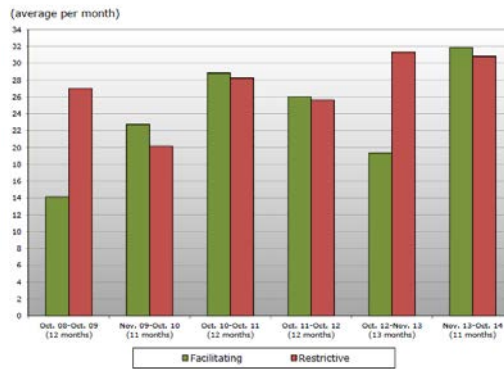
Ilustración 34. Tipo de cambio EUR/CHF



Fuente: Bloomberg

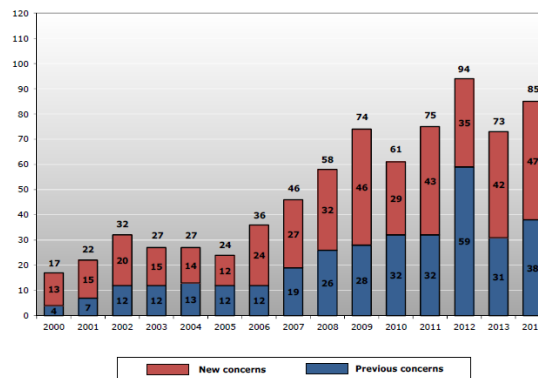
Finalmente, como consecuencia de competencia entre divisas hemos podido observar como el número de medidas restrictivas al comercio internacional ha aumentado así como el número de disputas en el Organización Mundial del Comercio, que en 2012 alcanzó un máximo de 10 años (World Trade Organization, 2014).

Ilustración 35. Medidas facilitadoras y restrictivas al comercio (2009-2014)



Fuente: World Trade Organization, 2014

Ilustración 36. Barreras técnicas al comercio (2000-2014)



Fuente: World Trade Organization, 2014

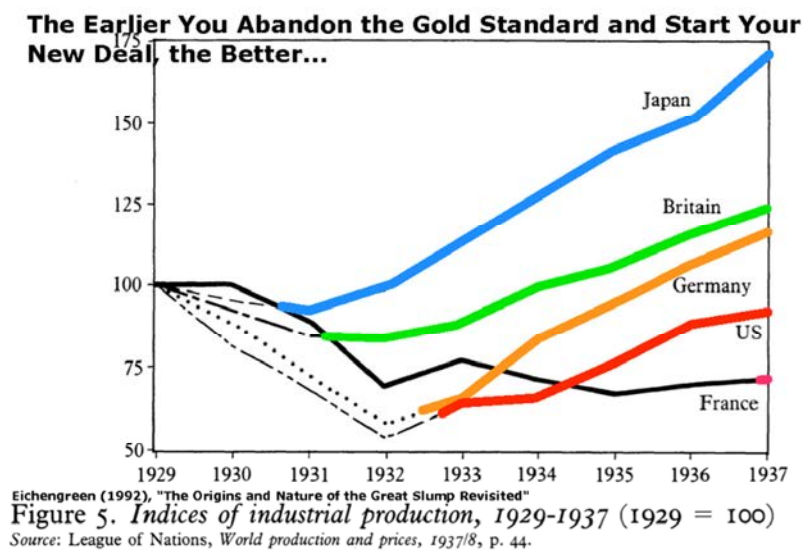
¿PUEDE SER BENEFICIOSA LA GUERRA DE DIVISAS?

Durante décadas, el pensamiento económico convencional ha defendido la idea de que en las guerras de divisas no ha habido vencedores sino que todos los países han empeorado su situación. Sin embargo, un autoridad como Barry Eichengreen, argumenta que no todas las devaluaciones competitivas son perjudiciales para la economía, de hecho, sostiene que las devaluaciones de los años 30' fueron críticas para lograr la recuperación económica.

El autor afirma que, si bien es cierto que las continuas devaluaciones no ayudaron a ningún país a ganar competitividad ni aumentar sus exportaciones, lo realmente importante fue que los países pudieron relajar sus políticas monetarias debido al abandono de los tipos de cambio fijos, y por tanto, la defensa de los mismos. Así, el estímulo monetario que supuso el abandono de los tipos de cambio fijos fue vital para el inicio y sostenimiento de la recuperación económica (Eichengreen, B., 1984).

Como podemos ver en el gráfico inferior, cuando los diferentes países abandonaron el patrón oro (segmento de color), la producción industrial retomó la senda alcista y las economías comenzaron a recuperarse y crecer.

Ilustración 37. Abandono del patrón oro y recuperación



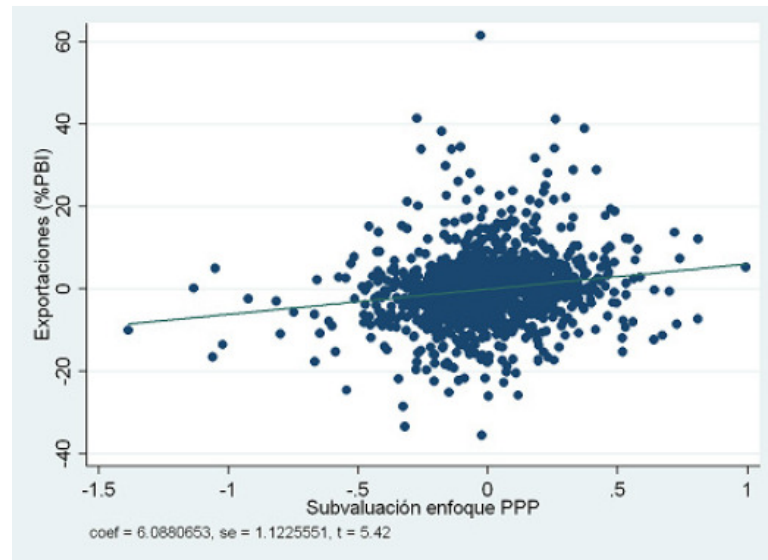
Apoyando esta tesis surge Ben Bernanke, expresidente de la reserva federal y principal impulsor de las políticas de QE, que sostiene que existió una fuerte conexión entre la adherencia al patrón oro y la severidad de la deflación y depresión. Igualmente, sostiene que la expansión monetaria fue clave para el relanzamiento de la economía (Bernanke, B., 1991).

Por otra parte, hay opiniones que sostienen que si las devaluaciones se llevan a cabo de forma ordenada y en distintos momentos del ciclo de cada país, pueden no ser un juego de suma cero e, incluso, resultar beneficioso para el crecimiento de todos.

Teniendo en cuenta la relación positiva entre devaluación del tipo de cambio y el aumento de las exportaciones y, así, del crecimiento económico, demostrada por

Bastourre et al. (2011), podría darse el hecho de que un equilibrio cooperativo entre países fomentara el crecimiento siempre y cuando dichos países estuvieran dispuestos a perder cuota de mercado de exportación temporalmente.

Ilustración 38. Devaluación y exportaciones



Fuente: Bastourre et al. (2011)

Si bien estas dos opciones propuestas ofrecen una alternativa al escenario catastrófico de la guerra de divisas, la primera situación defendida por Barry Eichengreen no se puede asemejar a la situación actual, pues en el momento presente la política monetaria es totalmente expansiva y no se encuentra con la restricción que supuso en su día el patrón oro. Por otra parte, la opción del equilibrio cooperativo se aleja del concepto de guerra de divisas entendido como una sucesión de devaluaciones competitivas como el actual en el que todos los países están en una fase parecida del ciclo económico y, por tanto, no pueden renunciar al crecimiento presente y perder cuota de exportación en favor de otro país.

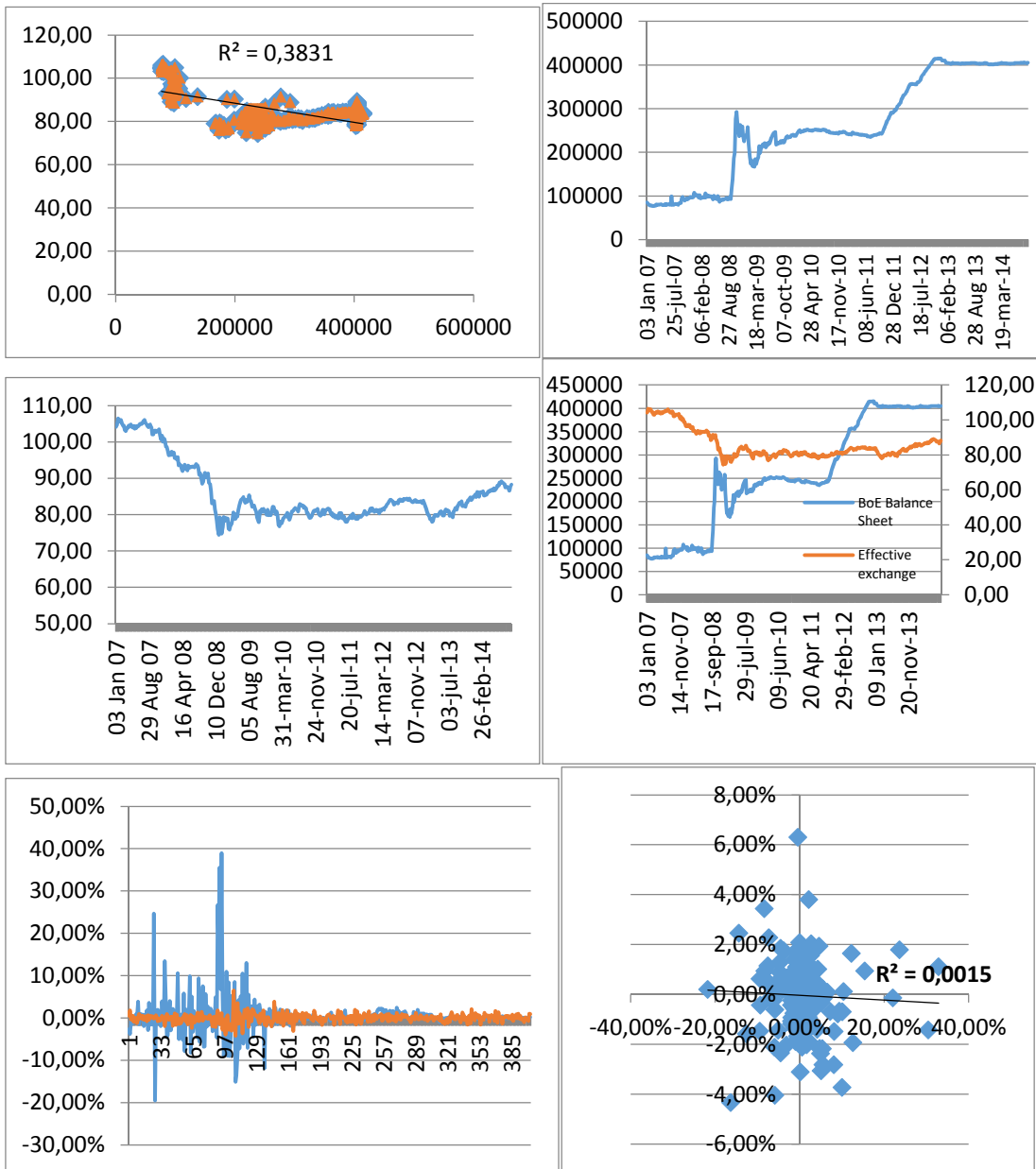
CONCLUSIONES

Para concluir el trabajo, vamos a presentar brevemente una serie de conclusiones a las que llegamos tras analizar el concepto de guerra de divisas, sus dinámicas, la historia de las mismas y la situación actual.

1. Las guerras de divisas son reales, y ocurren de forma silenciosa hasta que la retórica acaba y empiezan a verse las consecuencias de la misma con el conflicto ya avanzado.
2. Habitualmente, las medidas devaluadoras se esconden tras otros objetivos de política económica y el efecto sobre la divisa se explica como un “daño colateral”.
3. Como demuestra Barry Eichengreen, tras las devaluaciones competitivas nadie gana cuota de mercado sino que el comercio internacional se reduce y todos acaban perdiendo.
4. Si bien no podemos concluir con seguridad, como el ministro brasileño Mantega, que estemos en mitad de una guerra de divisas, si podemos afirmar que los principales bancos centrales del mundo están actuando sin tener en cuenta los efectos de sus acciones sobre la economía mundial, y pueden estar cayendo en el comportamiento que denunciaban sobre la manipulación cambiaria china.
5. Claramente, las políticas de QE han depreciado las divisas, provocando la respuesta de los países más perjudicados, especialmente en Europa y Asia.
6. Tras recuperar los niveles pre-crisis, el comercio internacional está sufriendo un retroceso en cuanto a la implementación de barreras al mismo.
7. El entorno político internacional está cambiando hacia comportamientos más nacionalistas, enormemente peligrosos para la economía mundial por la posible implementación de medidas mercantilistas o autárquicas.
8. Si de las otras dos guerras de divisas se salió flexibilizando los tipos de cambio tras romper con el patrón oro y el sistema de Bretton Woods, en esta ocasión corremos el riesgo de acabar con la credibilidad del sistema fiduciario.
9. El sistema monetario internacional necesita adoptar un sistema que tenga más en cuenta la nueva realidad económica internacional, otorgando más peso a las divisas de países emergentes a costa del dólar.
10. Las ingentes cantidades de dinero creado por los bancos centrales nacionales suponen un peligro para la estabilidad de precios, corriendo el riesgo de hundir el valor de la moneda en relación a los bienes y servicios provistos en la economía.
11. Es urgente atajar los desequilibrios por cuenta corriente y revertir los flujos financieros hacia allí donde las inversiones son más rentables, y dejar de hacerlo en base al mantenimiento de una divisa devaluada artificialmente.
12. La actual represión financiera provoca una mala asignación de los recursos, fomentando las burbujas y sosteniendo los desequilibrios macroeconómicos.

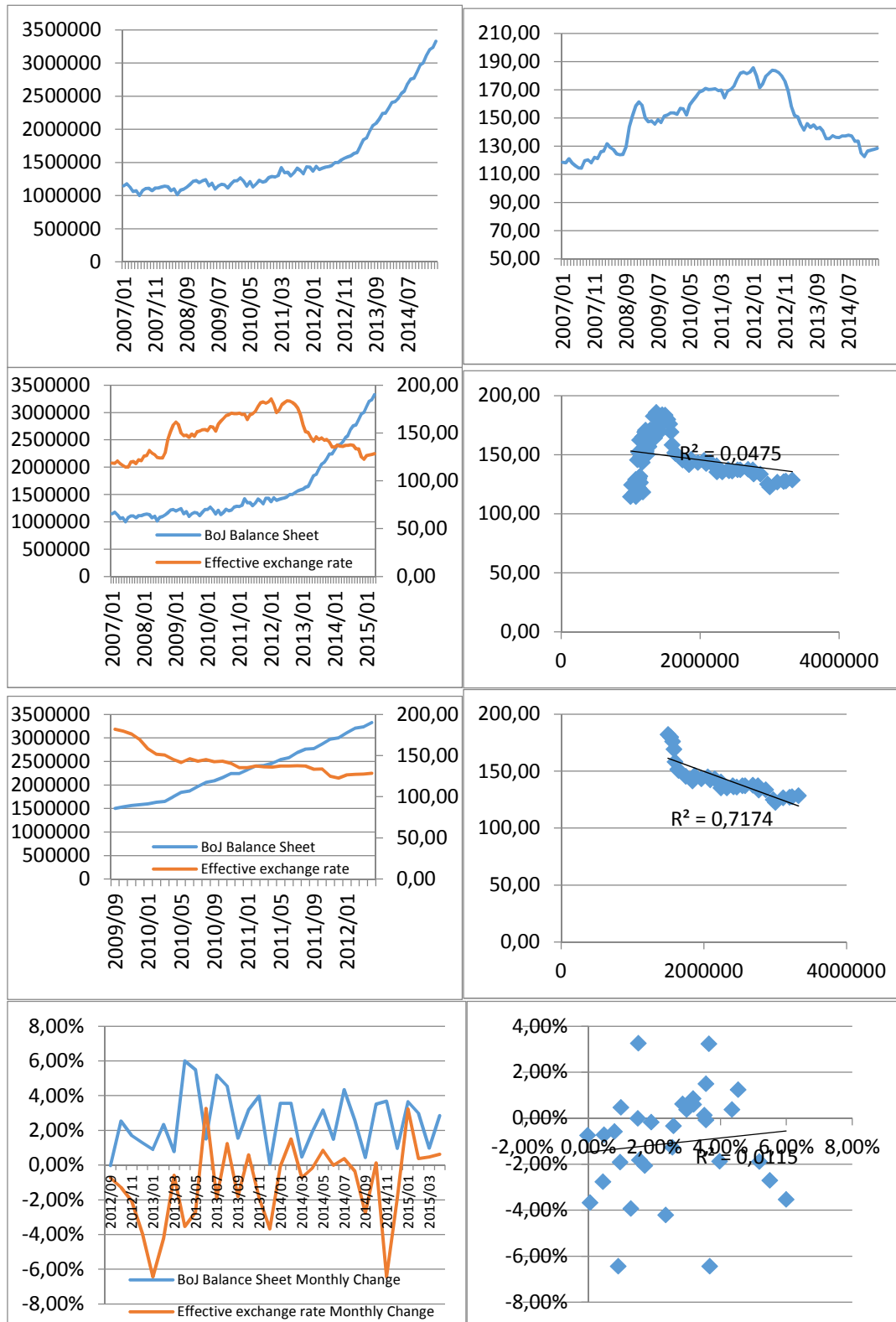
ANEXO

Banco de Inglaterra



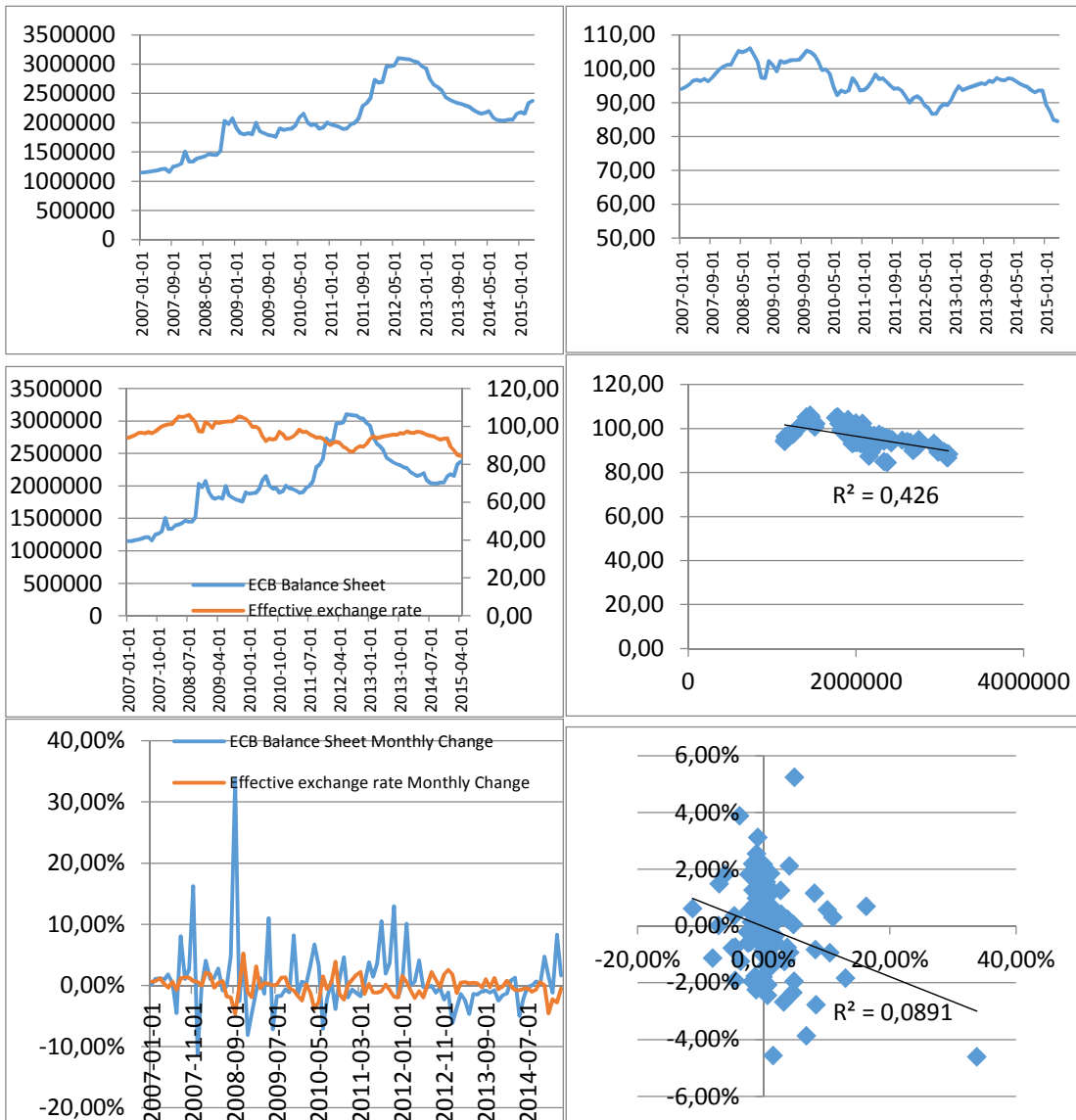
Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Banco de Japón



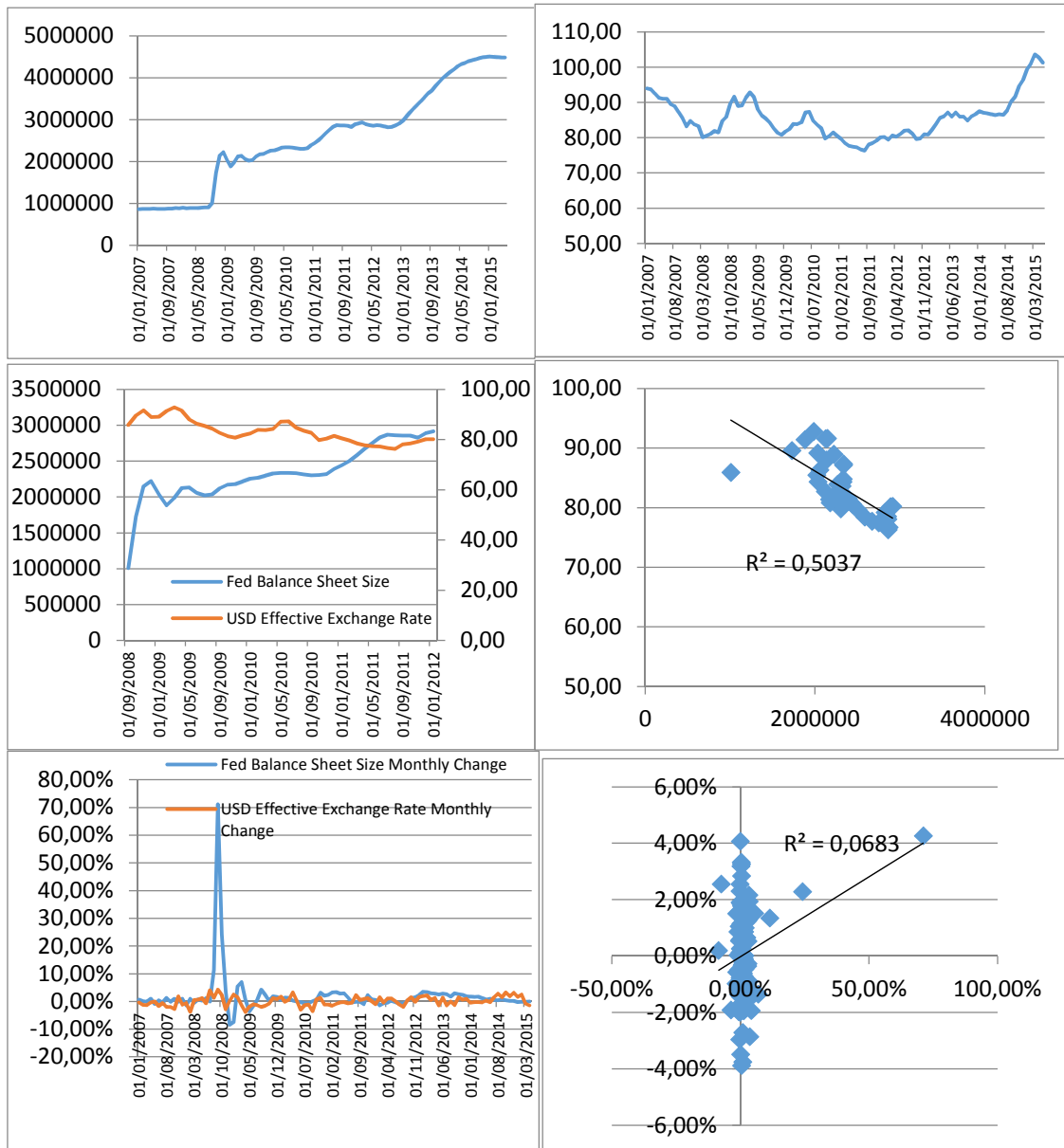
Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Banco Central Europeo



Guerra de divisas. Consecuencias no deseadas de las políticas anti-crisis.

Reserva Federal



BIBLIOGRAFÍA

- Ahamed, L., (2010). *“Los señores de las finanzas: Los cuatro hombres que arruinaron el mundo”*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Ahamed, L., (2011). "Currency Wars, Then and Now." Foreign Affairs. Marzo/Abril 2011 Issue. <https://www.foreignaffairs.com/articles/2011-02-20/currency-wars-then-and-now>
- Bastourre, D., Casanova, L., y Espora, A., (2011). *“Tipo de Cambio Real y Crecimiento: Síntesis de la Evidencia y Agenda de Investigación”*. Universidad Nacional de La Plata, Documento de Trabajo Nro. 82
- Bernanke, B., James, H., (1991). *“The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison”*
- Bernanke, B., (2002). *“Deflation: Making Sure “It” Doesn't Happen Here”*. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington, D.C.
- Buttiglione, L., Lane, P., Reichlin, L. and Reinhart, V., (2013). *“Deleveraging? What deleveraging?”* International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research. Geneva Reports on the World Economy 16.
- De la Dehesa, G. (2000). *“Comprender la globalización”*. Madrid: Alianza Editorial.
- Eichengreen, B. & Sachs, J., (1984). *“Exchange rates and economic recovery in the 1930”*. NBER Working paper series, working paper No. 1498.
- Fisher, I., (1930). *“The Theory of Interest”*. Macmillan. Nueva York.
- Friedman, M., (1968). *“The Role of Monetary Policy”*. American Economic Review 58, no. 1: 1–17.
- Gagnon, J. E., (2013). *“Currency Wars”*. Peterson Institute for International Economics.
- Koo, R., (2009). *“The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan’s Great Recession”*. Singapur: John Wiley & Sons.
- Mauldin, J. & Tepper, J., (2013). *“Red Code: How to Protect Your Savings from the Coming Crisis”*. New Jersey: Wiley & Sons
- Mascareñas, J., (2005). *“Los tipos de cambio”*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Meltzer, A. H., (2005). *“Origins of the Great Inflation”* en Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Marzo/Abril 2005, 87(2, Part 2), pp. 145-175.

- Phelps, E.S., (1967). “*Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time*”. *Economica* 34, no. 135: 254–81.
- Rickards, J., (2012). “*Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*”. Nueva York: Portfolio/Penguin Group.
- Robinson, J., (1937). “*Beggars-my-neighbour-remedies for unemployment*”, en Robinson, J. *Essays in the Theory of Unemployment*. Oxford: Macmillan.
- Roubini, N. (2014). “*The return of currency wars*”. Project Syndicate 01/12/2014.
- Sánchez, M., (2005). “*The link between interest rates and exchange rate. Do contractionary depreciations make a difference*”. European Central Bank, Working Paper Series nº 548. Noviembre 2005
- Steelman, A., (2011). “*The Federal Reserve’s ‘Dual Mandate’: The Evolution of an Idea.*” Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief no. 11-12.
- Svensson, L., (2004). “*The Magic of the Exchange Rate: Optimal Escape from a Liquidity Trap in Small and Large Open Economies*”. www.larseosvensson.net
- World Trade Organization, (2014). “*Overview of developments in the international trading environment*”. WT/TPR/OV/17, 24 Nov. 2014.
- World Trade Organization, (2014). “*World Trade Report 2014. Trade and development: recent trends and the role of the WTO*”