



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Administración de Empresas

Causas y consecuencias de una guerra de divisas: estudio del caso argentino

Presentado por:

Ana García Fernández

Tutelado por:

Elena Escudero Puebla

Valladolid, 29 de julio de 2020

RESUMEN

La crisis económica iniciada en 2008 y las tensiones cambiarias que la acompañaron han dado paso a una nueva Guerra de Divisas que está resultando especialmente nociva para las economías emergentes con fuertes niveles de endeudamiento externo como ocurre en el caso de la economía argentina. En este trabajo se analizarán las causas y consecuencias de una Guerra de Divisas, con especial atención en aquellos factores que han convertido a Argentina en un país especialmente vulnerable a las turbulencias del mercado cambiario.

Clasificación JEL: E58, F31, F32, F34.

Palabras clave: guerras de divisas, tipos de cambio, endeudamiento externo, Argentina.

ABSTRACT

Economic crisis began in 2008 and exchange rates volatility have led to a new Currency War, which has turned especially toxic for those emerging economies with high levels of external indebtedness as it happens in the case of Argentina's economy. This paper analyzes the causes and consequences of a Currency War, focusing on the main factors that made Argentina particularly vulnerable to currency market turbulences.

JEL Classification: E58, F31, F32, F34.

Key words: currency wars, exchange rates, external indebtedness, Argentina.

ACRONIMOS Y ABREVIATURAS

ADB	Asian Development Bank
AFIP	Administración Federal de Ingresos Públicos
AUD (A\$)	Dólar australiano
BBC	British Broadcasting Corporation
BBVA	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
BCE	Banco Central Europeo
BCRA	Banco Central de la República Argentina
CEFIDAR	Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo Argentino
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
COFER	Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves
EEUU	Estados Unidos
EUR (€)	Euro
FAE	Formación de Activos Externos
FED	Reserva Federal de los Estados Unidos
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOREX	Foreign Exchange
G7	Group of Seven
G10	Group of Ten
G20	Group of Twenty
GATT	Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio
GBP (£)	Libra esterlina
GCGS	Greenberg Center for Geoeconomics Studies
ICE	Información Comercial Española
IED	Inversión Extranjera Directa
PAIS	Para una Argentina Integrada y Solidaria
JYP (¥)	Yen japonés
Ley SSyRP	Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva
núm.	número
OPM	Operaciones de Mercado Abierto
p.b.	Puntos básicos
p.p.	Puntos porcentuales
PASO	Elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias
PBOC	People's Bank Of China
PIB	Producto Interior Bruto
PPA	Paridad del Poder Adquisitivo
QE	Quantitative Easing
R\$	Real brasileño
RTVW	Radio Televisión Española
USD(\$)	Dólar estadounidense
vol.	Volumen
WEO	World Economic Outlook

ÍNDICE

1. INTRODUCCION.....	6
2. EL MERCADO DE DIVISAS	8
2.1 Concepto, características y participantes del mercado de divisas.....	8
2.2 Determinación del tipo de cambio: apreciación y depreciación de una divisa... 9	
2.2.1 La demanda de divisa nacional (D).....	9
2.2.2 La oferta de divisa nacional (S).....	10
2.2.3 Los regímenes de tipo de cambio	11
2.2.4 La inflación, los tipos de cambio reales y la paridad del poder adquisitivo	12
2.2.5 Instrumentos para modificar el tipo de cambio	13
2.3 El papel del mercado de divisas en el equilibrio de la Balanza de Pagos	14
2.3.1 La Balanza de Pagos.....	14
2.3.2 El papel del tipo de cambio.....	16
3. GUERRA DE DIVISAS.....	17
3.1 Concepto.....	17
3.2 Antecedentes históricos	17
3.2.1 La I Guerra de Divisas (1921-1939).....	18
3.2.2 II Guerra de Divisas (1967-1987).....	19
3.3 La III Guerra de Divisas (2010-)	22
4. EL IMPACTO DE LA INESTABILIDAD CAMBIARIA EN AMERICA LATINA: EL CASO ARGENTINO	28
4.1 Causas y descripción de la situación actual	28
4.2 Los pilares del sobreendeudamiento externo	30
4.2.1 La apertura y desregulación cambiaria.....	30
4.2.2 El régimen cambiario y monetario	30
4.3 Gestación y desarrollo de la crisis argentina (2015-)	31
5. CONCLUSIONES.....	40
6. BIBLIOGRAFIA.....	43

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Composición por monedas de las reservas internacionales.....	8
Gráfico 2.2: Demanda de euros.....	10
Gráfico 2.3: Oferta de euros.....	10
Gráfico 2.4: Efectos de un aumento de la entrada de capitales.....	16
Gráfico 3.1: Reservas internacionales en manos de economías emergentes.....	23
Gráfico 3.2: EUR/USD – tipo de cambio	24
Gráfico 3.3: USD/JYP – tipo de cambio	25
Gráfico 3.4: ¿Es China un manipulador de divisas? - Oficialmente no	27
Gráfico 4.1: Comparativa tipos de interés Banco Central. Diciembre 2019.....	31
Gráfico 4.2: Principales colocadores de bonos soberanos en los mercados internacionales (enero 2016 – abril 2018)	32
Gráfico 4.3: Balance Cambiario. Periodo enero 2016 – abril 2018	33
Gráfico 4.4: Depreciación de monedas emergentes (octubre 2018 vs. diciembre 2017)	34
Gráfico 4.5: Esquema de no intervención e intervención cambiaria	35
Gráfico 4.6: Tipo de cambio bilateral \$/US\$ y riesgo del país	36
Gráfico 4.7: Evolución diría acumulada de flujos de no residentes y títulos valores en el mercado secundario	37
Gráfico 4.8: Formación de Activos Externos del sector privado no financiero.....	38
Gráfico 4.9: Reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina.....	39

1. INTRODUCCION

La caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató la peor crisis económica sufrida desde la Gran Depresión de 1929. Con el nivel de endeudamiento público y privado en máximos históricos, el consumo, la inversión y el gasto público se revelaron ineficaces para resucitar la economía. Con las esperanzas puestas en el sector exterior, numerosos países desarrollados recurrieron a políticas monetarias expansivas que encubrían una auténtica devaluación competitiva. Por su parte, los países emergentes no han dudado en intervenir en los mercados de cambio para evitar que sus monedas se aprecien, obstaculizando así el ajuste de los importantes desequilibrios globales que venían generándose.

Normalmente, las *Guerras de Divisas* no surgen de forma intencionada sino en momentos de recesión económica y fragmentación social en los que el desempleo, la debilidad del sector financiero o el desequilibrio de las cuentas públicas obligan a debilitar la moneda para favorecer las exportaciones y el saldo de la balanza comercial, facilitando la financiación del gasto público, el crecimiento económico y el empleo del país. No obstante, estas políticas de empobrecimiento del vecino no son inocuas y suelen generar oleadas de devaluaciones competitivas que conducen al colapso del comercio mundial y al empobrecimiento generalizado. En otras palabras, las *Guerras de Divisas* y las políticas proteccionistas y mercantilistas que las acompañan suelen desencadenar la destrucción mutua asegurada.

En este trabajo se estudiarán las condiciones que influyen en la gestación, desarrollo y desenlace de una *Guerra de Divisas*: comenzaremos con un breve repaso de las dos grandes confrontaciones que marcaron el siglo XX a fin de extraer lecciones de la experiencia histórica que nos permitan comprender los factores que están alimentando las actuales tensiones cambiarias.

Por otro lado, se tratará de analizar por qué la inestabilidad cambiaria resulta especialmente nociva para aquellos países que cuentan con elevados niveles de deuda en moneda extranjera y desequilibrios en el balance de pagos. A tal fin, examinaremos aquellos elementos que han conducido a la República de Argentina hacia una de las fases recesivas más prolongadas de su historia, centrándonos en las causas y consecuencias de la fuerte volatilidad cambiaria que viene experimentando el peso desde finales de 2015.

En cuanto a la metodología, para la realización del presente trabajo se ha llevado a cabo un detallado estudio teórico de los caracteres y funcionamiento del mercado de divisas. Asimismo, se han consultado diversos libros y artículos relativos a las causas y consecuencias de una *Guerra de Divisas*, de entre los que destaca *Currency Wars*, publicado por el economista norteamericano James

Rickards en 2011. Finalmente, para la elaboración del apartado relativo al impacto de la inestabilidad cambiaria sobre la economía argentina se han analizado numerosos datos e informes publicados por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Central de la República Argentina.

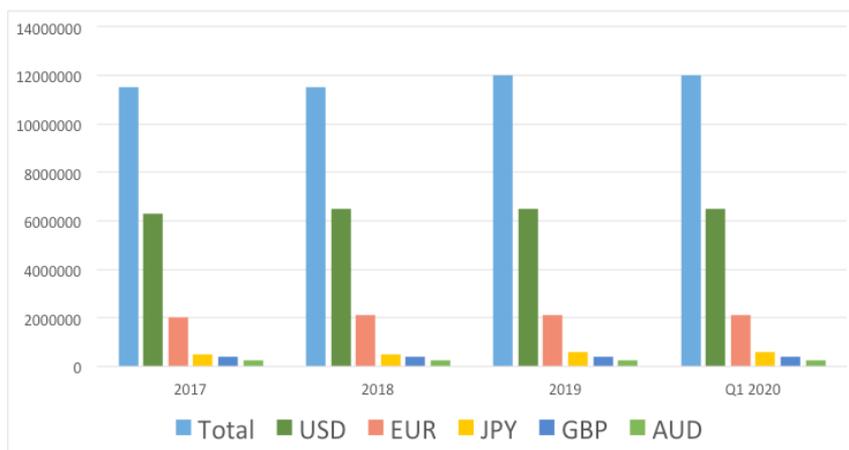
2. EL MERCADO DE DIVISAS

2.1 Concepto, características y participantes del mercado de divisas

El mercado de divisas, mercado de tipos de cambio o Forex (abreviatura del término inglés Foreign Exchange) es un mercado global, electrónico y descentralizado en el que operadores de todo el mundo compran y venden divisas con el objetivo de facilitar cobertura al flujo monetario que se deriva del comercio internacional.

Se trata del mercado financiero más grande del mundo, con un volumen medio diario negociado en torno a los 5 billones de dólares estadounidenses. Entre las monedas negociadas, las más representativas son el dólar americano (USD), el euro (EUR), el yen japonés (JPY), la libra esterlina (GBP), y el dólar australiano (AUD).

Gráfico 2.1: Composición por monedas de las reservas internacionales



Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI

Dentro de los principales participantes de este mercado nos encontramos con: (i) *los clientes*, donde incluiríamos todos aquellos agentes que necesitan moneda extranjera para operar (inversores internacionales, corporaciones multinacionales, etc.); (ii) *los bancos comerciales*, que no solo ejecutan las órdenes de compra y venta por cuenta de los clientes, sino que también realizan operaciones por cuenta propia; (iii) *los intermediarios o brokers*, a través de los cuales los bancos comerciales llevan a cabo sus negociaciones en el mercado de divisas; (iv) y *los Bancos Centrales*, que intervienen en el mercado para controlar la oferta monetaria, la inflación y/o los tipos de interés. Asimismo, es frecuente que utilicen sus reservas internacionales para estabilizar el mercado y evitar variaciones bruscas en el valor de la moneda de su país.

2.2 Determinación del tipo de cambio: apreciación y depreciación de una divisa

En el mercado de divisas se determinan los precios de unas monedas con respecto a otras, esto es, se fija el número de unidades a entregar de una moneda a cambio de una unidad de otra moneda distinta¹. Así, cuando una moneda gana valor respecto a otras se dice que la moneda se aprecia, y cuando pierde valor en términos de otras se dice que la moneda se deprecia.

Estos precios o tipos de cambio son el resultado de la libre interacción entre quienes demandan moneda extranjera para comprar bienes, servicios o activos en otro país y quienes ofertan moneda nacional para vender bienes, servicios o activos en el extranjero. Para estudiar su funcionamiento, vamos a construir las curvas de oferta y demanda autónoma de divisa nacional, suponiendo que hay dos países (Europa y el resto del mundo) y dos monedas (euro y dólar estadounidense).

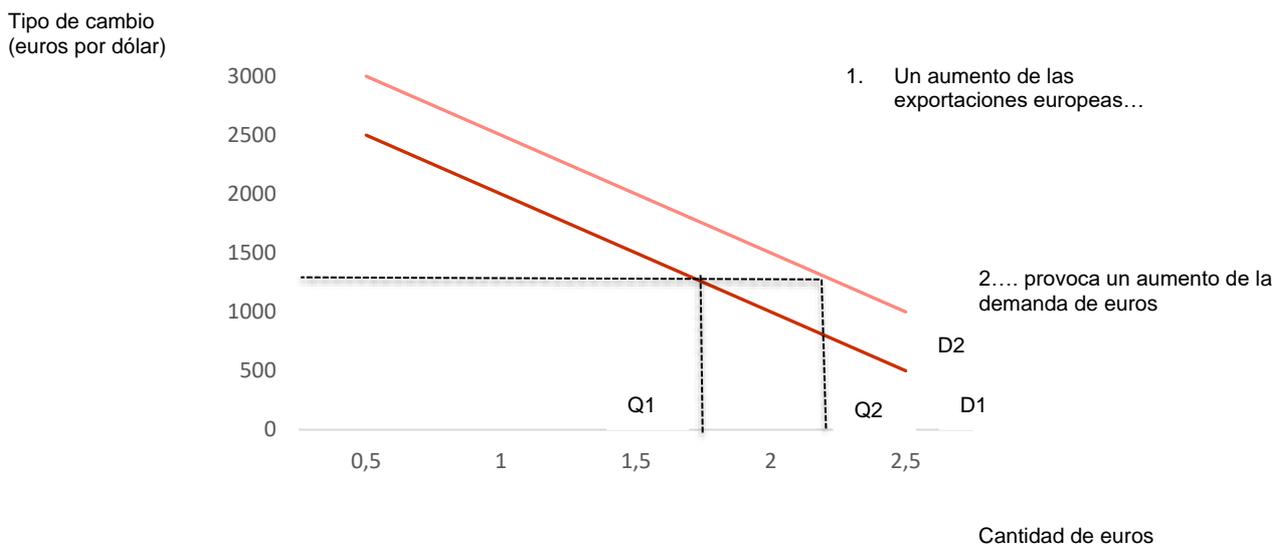
2.2.1 La demanda de divisa nacional (D)

La demanda de una determinada moneda es función inversa del tipo de cambio (variable endógena): a medida que la moneda se aprecia, los bienes, servicios y activos del país resultan cada vez más caros en términos relativos para los residentes de otros países, lo cual conduce a una caída de las exportaciones y, con ello, a una caída de la demanda de la moneda nacional.

No obstante, téngase en cuenta que la demanda de productos nacionales afecta a la demanda de la moneda del país y, por tanto, todo factor exógeno que conduzca a un incremento de las exportaciones (aumento de la renta o los precios en el extranjero, una mayor preferencia de los no residentes por productos nacionales, etc.) provocará un aumento en la demanda de divisa nacional.

¹ Téngase en cuenta que el tipo de cambio también se puede expresar como la cantidad de moneda extranjera necesaria para comprar una unidad de moneda nacional. No obstante, esta segunda forma de expresar el tipo de cambio es menos utilizada en la práctica.

Gráfico 2.2 Demanda de euros



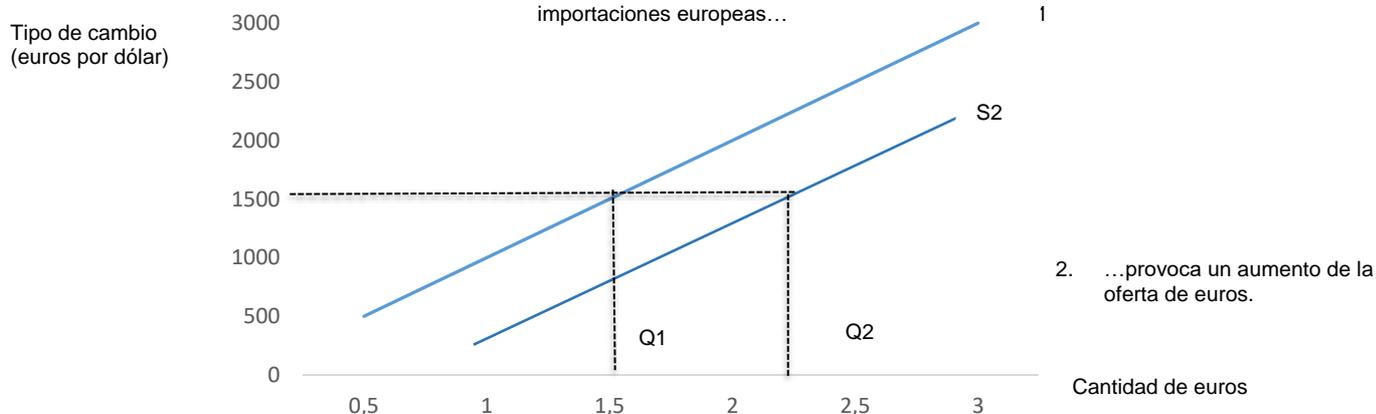
Fuente: elaboración propia

2.2.2 La oferta de divisa nacional (S)

La oferta de una determinada divisa es función directa del tipo de cambio (variable endógena): a medida que la moneda se aprecia, el coste de los bienes, servicios y activos extranjeros es cada vez menor en términos relativos para los residentes del país, lo cual conduce a un aumento de las importaciones y, con ello, a un aumento de la demanda de moneda extranjera, que será adquirida mediante un aumento de la cantidad de moneda nacional ofertada en el mercado de divisas.

De nuevo, todo factor exógeno que conduzca a un incremento de las importaciones (aumento de la renta o los precios nacionales, una mayor preferencia de los residentes por productos extranjeros, etc.), traerá consigo un aumento en la oferta de divisa doméstica.

Gráfico 2.3 Oferta de euros



Fuente: elaboración propia

2.2.3 Los regímenes de tipo de cambio

El sistema de tipos de cambio, o régimen cambiario, establece la forma en que se determina el valor de la moneda nacional frente a otras. En la práctica, cabe diferenciar tres grandes categorías de regímenes cambiarios: i) régimen de tipo de cambio fijo; ii) régimen de tipo de cambio flexible o flotante; y iii) régimen de tipo de cambio semi-fijo o mixto.

- (i) *Régimen de tipo de cambio fijo*: en este sistema, el valor de la moneda nacional se ajusta según el valor de otra divisa de referencia, de una canasta de monedas o de una medida de valor, como el oro. Por tanto, el tipo de cambio no se determina libremente en el mercado, sino que es forzado por las autoridades económicas del país, que se comprometen a comprar o vender divisa doméstica a ese precio a fin de evitar variaciones bruscas en la cotización de su moneda.

En este caso, una mayor demanda de la moneda nacional obligará a que el Banco Central incremente su oferta con el propósito de adquirir moneda extranjera y evitar que aquella se aprecie, aumentando sus reservas de moneda extranjera y la cantidad de divisa nacional en circulación. Por el contrario, un aumento de la oferta de la moneda doméstica exigirá que el Banco Central intervenga en el mercado de divisas mediante su compra, disminuyendo sus reservas de moneda extranjera y la cantidad de moneda nacional en circulación.

- (ii) *Régimen de tipo de cambio flexible o flotante*: en este caso, el tipo de cambio se establece por el libre juego de la oferta y demanda de la divisa correspondiente, sin intervención de las autoridades económicas del país. En consecuencia, todo exceso de oferta o demanda de moneda doméstica se corrige mediante la depreciación o apreciación de la misma.
- (iii) *Régimen de tipo de cambio semi-fijo, mixto o administrado*: a mitad de camino entre el sistema fijo y flotante, el también llamado sistema de flotación “sucia” es aquel en que se permite la intervención ocasional de las autoridades económicas del país a fin de evitar que el tipo de cambio fluctúe más allá de los márgenes o bandas deseadas.

2.2.4 La inflación, los tipos de cambio reales y la paridad del poder adquisitivo

El *tipo de cambio real* refleja el valor de una moneda en términos de otra, teniendo en cuenta las diferencias internacionales en los niveles de precios agregados. Por el contrario, al tipo de cambio que no considera los niveles de precios se le suele llamar *tipo de cambio nominal*.

El tipo de cambio real (E_R) se expresa generalmente en términos del tipo de cambio nominal (E_N), el nivel de precios doméstico (P) y el nivel de precios en el extranjero (P^*). Así:

$$E_R = E_N P / P^*$$

Obsérvese que los movimientos en las importaciones y exportaciones de bienes y servicios responde solo a variaciones en el tipo de cambio real, y no a variaciones en el tipo de cambio nominal.

Estrechamente ligada al concepto de tipo de cambio real, *la paridad del poder adquisitivo (PPA)* entre las monedas de dos países es el tipo de cambio nominal al que una determinada cesta de bienes y servicios costaría lo mismo en los dos países. Existen dos versiones de esta teoría, la absoluta y la relativa. La primera, defiende que un producto cuesta lo mismo independientemente de cual sea la divisa utilizada para adquirirlo o el lugar en que se venda. En cambio, la relativa sostiene que la variación previsible de los tipos de cambio depende de las tasas esperadas de inflación: el país con mayor inflación esperada verá depreciada su moneda respecto a la del país con menor tasa de inflación, mejorando su competitividad y la demanda de moneda nacional.

Normalmente, la paridad del poder adquisitivo se calcula estimando el coste de amplias cestas de la compra, que contienen todo tipo de bienes y servicios².

² No obstante, la revista *The Economist* publica desde 1986 una lista simplificada de paridades de poder adquisitivo basada en la cantidad de moneda nacional necesaria para comprar un BigMac de McDonald's. Este índice nos permite analizar el comportamiento de las distintas divisas en el largo plazo y saber si la moneda de un país está devaluada o sobrevaluada en relación a otra. Para calcularlo, se toma el precio de la hamburguesa en dos países distintos (cada uno en su divisa correspondiente) y se dividen entre sí, comparando el valor obtenido con el actual cambio de la divisa. Si el valor obtenido es menor, la primera divisa estará devaluada; y si el valor obtenido es superior al valor de cambio, aquella estará sobrevaluada.

2.2.5 Instrumentos para modificar el tipo de cambio

Partiendo de que la oferta y demanda de divisas depende del comercio internacional de bienes y servicios, de la especulación y/o inversión en los mercados de divisas y de la inversión extranjera, las autoridades económicas de un país pueden recurrir a las siguientes estrategias para alterar el tipo de cambio:

Flexibilización Cuantitativa – La Flexibilización Cuantitativa o Quantitative Easing (QE) es una herramienta no convencional de política monetaria por la que los bancos centrales compran grandes cantidades de activos financieros y bonos gubernamentales o corporativos mediante Operaciones de Mercado Abierto (OPM) en un intento por impulsar la economía mediante la inyección de liquidez en el sistema. Un aumento de la cantidad de moneda en circulación provocará la caída del tipo de interés del dinero, la salida de capitales hacia países que ofrezcan una mayor rentabilidad, y la depreciación de la divisa doméstica. Por el contrario, una disminución de la masa monetaria en circulación provocará un aumento del tipo de interés, de las entradas de capital y, por ende, del tipo de cambio.

Alteración de los tipos de interés – Conforme a la teoría de la paridad cubierta del tipo de interés de Irving Fisher, cuanto menores sean los tipos de interés, menor será el incentivo de los inversores internacionales para mantener activos denominados en una divisa, lo cual conduce a que, en el corto plazo, la demanda por dicha divisa disminuya y se deprecie. No obstante, a largo plazo o en momentos de recesión económica, los inversores tienden a refugiarse en alternativas menos rentables, pero más seguras, lo que explica que la antedicha relación entre los tipos de interés y el tipo de cambio pueda no cumplirse.

Acumulación de reservas de divisa extranjera mediante la compra de activos extranjeros – Esta operación permite aumentar la demanda de la divisa extranjera y, por tanto, su apreciación respecto de la divisa nacional.

Controles de capital – Limitando por ley la entrada de capitales extranjeros en el país, se reduce la demanda de moneda doméstica y se limita el aumento de su valor. De igual modo, si los controles son para evitar la fuga de capitales, se reduce la oferta y depreciación de la moneda nacional.

Anclaje a otra divisa – El establecimiento de un régimen de tipos de cambio fijos o semi-fijos permitirá mantener el tipo de cambio constante o dentro de los márgenes deseados. Aunque esta medida ha sido tradicionalmente adoptada por países con problemas de inflación, anclando su divisa a otra más fuerte, también permite evitar que la entrada masiva de capitales dañe el sector exportador de aquellos países como Dinamarca, cuya divisa constituye un valor refugio.

2.3 El papel del mercado de divisas en el equilibrio de la Balanza de Pagos

2.3.1 La Balanza de Pagos

La Balanza de Pagos es un documento contable que recoge sistemáticamente todas las transacciones comerciales y financieras que tienen lugar, durante un período de tiempo, entre los residentes de un país y los del resto del mundo. El período de tiempo generalmente utilizado es de un año, si bien ciertos países elaboran balanzas semestrales o trimestrales.

Se encuentra estructurada en sub-balanzas o cuentas, según el carácter de las transacciones recogidas:

- (i) *La Cuenta Corriente* registra todas las transacciones entre residentes y no residentes que se producen como consecuencia del intercambio de bienes y servicios, del cobro o pago de rentas o por transferencias. Incluye:
 - *La balanza de bienes y servicios* – Conforme al VI Manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión del Fondo Monetario Internacional (FMI), la balanza de bienes y la de servicios, antiguamente separadas, pasan a agruparse en una misma cuenta subdividida en dos apartados: la cuenta de bienes, también llamada balanza “comercial” o “de mercancías” recoge la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes tangibles; por su parte, la cuenta de servicios registra todos los ingresos y pagos derivados de servicios prestados al o por el extranjero.
 - *La balanza de rentas de los factores* – La balanza de rentas primarias o balanza de factores recoge los ingresos y gastos registrados en un país, en concepto de intereses, dividendos o beneficios generados por los factores de producción.
 - *La balanza de transferencias* – Esta cuenta registra las transacciones sin contrapartida recibidas o pagadas al exterior. Entre tales transacciones nos encontramos, por ejemplo, las remesas enviadas por los inmigrantes a sus familiares residentes en el extranjero, el pago de pensiones a no residentes o el suministro de ayuda humanitaria.

- (ii) *La Cuenta de Capital* incluye las transferencias sin contrapartida de capital, y la adquisición y disposición de activos no producidos no financieros, como tierra y recursos del subsuelo, y las transacciones de activos intangibles, como patentes, marcas, derechos de autor, etc.
- (iii) *La cuenta financiera* registra la variación de activos y pasivos financieros con el exterior, y está estructurada en cinco balanzas, diferenciadas por el tipo de activos y pasivos financieros en que se materializan las correspondientes operaciones: inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, instrumentos financieros derivados y variación de activos de reserva.

Las salidas de capital suponen un aumento de la posición acreedora o una disminución de la posición deudora y, por consiguiente, se anotarán con signo negativo como variación de activos. Por contra, las entradas de capital traen consigo un aumento de la posición deudora o una disminución de la posición acreedora y, por tanto, se registran con signo positivo como variación de pasivos.

Las transacciones de capital se clasifican en función del plazo de vencimiento del activo en que se materializan, de forma que tendríamos operaciones a largo plazo (con vencimiento superior a un año) y operaciones a corto plazo (con vencimiento inferior a un año). A su vez, cabe diferenciar entre transacciones de capital autónomas, que son las que tienen lugar con independencia de la Balanza de Pagos, y transacciones de capital acomodantes, que compensan el comportamiento de las otras partidas equilibrando la balanza, y que son, básicamente, las variaciones de las reservas de divisas.

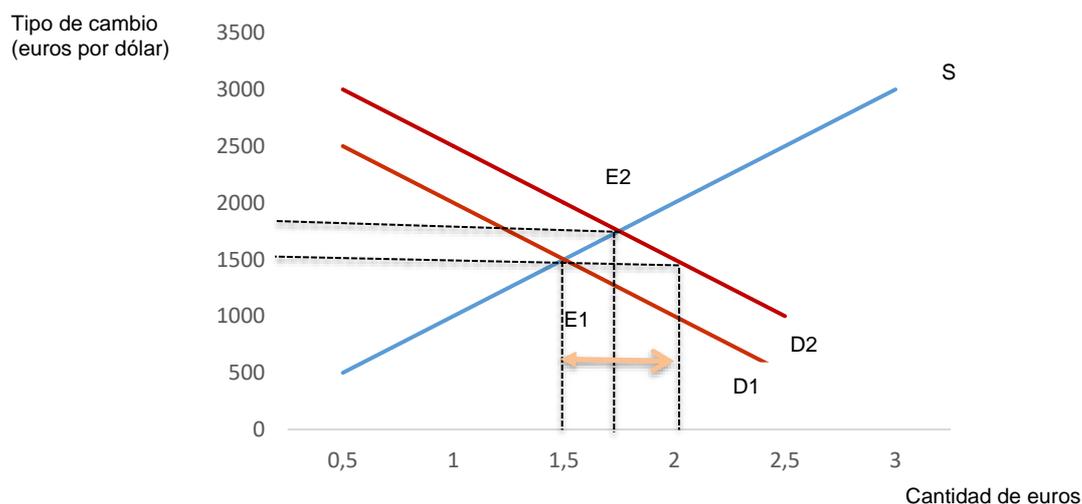
- (iv) *La Cuenta de Errores u Omisiones*: la Balanza de Pagos utiliza el sistema de contabilización de partida doble, por lo que, si la información estadística fuese correcta, el saldo sería cero. No obstante, la realidad es que los sistemas de información son deficientes, lo cual obliga a realizar un ajuste por la discrepancia estadística de todas las demás cuentas de la Balanza de Pagos.

Aunque existan desequilibrios en las balanzas individuales, la Cuenta Corriente y la Cuenta Financiera siempre suman cero. En otras palabras, un superávit por cuenta corriente ha de ser equilibrado con un aumento en las exportaciones de capital o en las reservas de divisas, mientras que un saldo negativo por cuenta corriente ha de ser compensado con un aumento en las importaciones de capital o una disminución de las reservas de divisas. Pero, ¿Qué garantiza que ambas balanzas se compensen mutuamente? La respuesta está en el papel del tipo de cambio.

2.3.2 El papel del tipo de cambio

El tipo de cambio de equilibrio es aquel al que la cantidad ofrecida y la cantidad demanda de una moneda en el mercado de divisas son iguales. A tal tipo de cambio, ocurre que la suma de la Cuenta Corriente y la Cuenta Financiera es cero. Ahora bien, ¿Cuáles son las consecuencias de un desequilibrio del mercado de divisas sobre la Balanza de Pagos?. Supongamos que, por alguna razón, aumentan los flujos de capital desde Estados Unidos hacia Europa; por ejemplo, por un cambio en la preferencia de los inversores estadounidenses. Para realizar sus inversiones en Europa, los inversores estadounidenses tendrán que convertir dólares en euros, lo cual se refleja en un desplazamiento de la curva de demanda de euros hacia la derecha, desde D_1 hasta D_2 . Para corregir el exceso de demanda originado, el euro se aprecia frente al dólar.

Gráfico 2.4: Efectos de un aumento de la entrada de capitales



Fuente: elaboración propia

Siempre que se cumpla la condición Marshall-Lerner, los europeos comprarán más productos en Estados Unidos (aumento de las importaciones) y los estadounidenses comprarán menos productos europeos (disminución de las importaciones). Por tanto, cualquier cambio en la Cuenta Financiera de Europa genera un cambio igual en sentido contrario en su Cuenta Corriente.

3. GUERRA DE DIVISAS

3.1 Concepto

La expresión *Guerra de Divisas* fue acuñada por el Ministro de Finanzas brasileño Guido Mantega en septiembre de 2010 para denunciar la lucha entre países por devaluar su moneda respecto a la de los demás. No obstante, téngase en cuenta que las devaluaciones competitivas no son un fenómeno reciente, sino que, como veremos, son varios los episodios que se han ido sucediendo a lo largo del siglo XX.

Normalmente, las Guerras de Divisas no surgen de forma intencionada sino en momentos de recesión económica y fragmentación social en los que el desempleo, la debilidad del sector financiero o el desequilibrio de las cuentas públicas, obligan a devaluar la moneda para favorecer las exportaciones y el saldo de la balanza comercial, facilitando la financiación del gasto público, el crecimiento económico y el empleo en el país.

Aunque el efecto podría no ser inmediato debido a la condición Marshall-Lerner, la devaluación puede verse como una solución atractiva para los países en vías de desarrollo, que siempre gastan más en importaciones que lo que ganan por sus exportaciones. No obstante, estas políticas de empobrecimiento del vecino también conllevan consecuencias no deseadas tales como: el aumento del coste de ciertos inputs que han de ser importados para la fabricación de los bienes y servicios destinados a la exportación (como el petróleo), la reducción del nivel de vida de los ciudadanos, que verán reducido su poder adquisitivo a la hora de importar o viajar al extranjero, la imposición de tarifas, embargos, aranceles y otras barreras al libre comercio, o el incremento de la presión inflacionaria. Además, puede verse dificultado el pago de los intereses de la deuda externa si ésta se encuentra pactada en una divisa extranjera.

Asimismo, es habitual que el resto de países sea vean perjudicados y reaccionen con una correlativa devaluación de sus divisas, entrándose en un círculo vicioso que conduce al colapso del comercio mundial y al empobrecimiento generalizado. En palabras del economista James Rickards, las Guerras de Divisas y las políticas proteccionistas y mercantilistas que las acompañan suelen desencadenar la “destrucción mutua asegurada” (James Rickards: 2011).

3.2 Antecedentes históricos

Para comprender los factores que influyen en la gestación, desarrollo y desenlace de una Guerra de Divisas, es importante estudiar las dos grandes confrontaciones que marcaron el siglo XX (James Rickards: 2011). La primera tuvo lugar entre 1921 y 1939, en un contexto de fuerte endeudamiento internacional debido a los gastos en que incurrieron las naciones para sufragar

los costes derivados de la I Guerra Mundial (1914-1919). La segunda se desarrollaría entre 1967 y 1987 como consecuencia de un largo periodo de estanflación en Estados Unidos.

3.2.1 La I Guerra de Divisas (1921-1939)

La rigidez del patrón oro (1870-1914) permitió mantener los desequilibrios comerciales bajo control: las economías con superávit por cuenta corriente acumulaban reservas de oro, experimentando una flexibilización del crédito, crecimiento e inflación. Por el contrario, los países deficitarios sufrían una pérdida de reservas, lo que conllevaba un endurecimiento de los estándares crediticios, recesión y deflación.

Precisamente esta rigidez, acompañada de las fuertes crisis de deuda soberana derivadas del Tratado de Versalles de 1919 y las crisis bancarias y financieras que se desarrollaron durante los años 20' y 30', propició la gestación y estallido de la I Guerra de Divisas en 1921, año en el que el Banco Central de Alemania se propuso destruir el valor del marco a fin de aumentar la competitividad del país y disminuir el elevado endeudamiento derivado de las reparaciones de guerra. No obstante, esta política provocó una situación de hiperinflación y colapso financiero que arruinaría la economía alemana.

La primera respuesta vino de la mano de Francia en 1925, que regresó al patrón oro con un tipo de cambio devaluado, ganando competitividad respecto a Estados Unidos y Reino Unido. En 1929, la Gran Depresión devastó el panorama financiero internacional, propiciando que Reino Unido abandonase el patrón oro en 1931 y devaluase la libra frente al dólar en hasta un 30% a fin de recuperar parte de la competitividad que había perdido frente a Francia. Por su parte, Alemania, Italia y otros países del centro de Europa decidieron seguir un camino novedoso y peligroso: en lugar de ajustar el tipo de cambio y sufrir el desprestigio político asociado a una devaluación, las autoridades económicas optaron por establecer controles de cambios draconianos que impedían el cambio de moneda nacional por divisas extranjeras (Miguel Ángel Martínez Rolland: 2013).

En 1933, Estados Unidos devaluó el dólar un 66%, pasando de un tipo de cambio de 21\$/onza a 35\$/onza. Pese a sus intentos por mantener el cambio fijo, Francia también se vio en la necesidad de devaluar el franco en 1936, propiciando una nueva oleada de devaluaciones a nivel mundial.

Cabe destacar que uno de los países más agresivos en la guerra de divisas fue Japón, que devaluó severamente durante los años 30', desplazando a los británicos de los mercados de Asia. China, que mantenía su moneda anclada a la plata, experimentó fuertes ganancias de competitividad hasta 1932 al bajar mucho la cotización de la plata, pero experimentó una fuerte apreciación a partir

de la intervención de Estados Unidos en el mercado de la plata en 1935 (Burdekin: 2003; Friedman: 1992).

Mientras que algunos países como Francia o Alemania salieron victoriosos, ganando competitividad frente a aquellos países que no habían devaluado su divisa, otros como Reino Unido sufrieron severamente las consecuencias del desempleo y la deflación. En todo caso, las consecuencias de estas políticas de empobrecimiento del vecino, que no solo incluyen las devaluaciones competitivas derivadas del abandono del patrón oro recuperado tras la guerra, sino también la imposición de controles de capital y barreras al libre comercio, fueron devastadoras para el comercio internacional y profundizaron la recesión de la economía mundial.

En 1936, Estados Unidos, Francia y Reino Unido formalizaron un pacto para no incurrir en más devaluaciones competitivas (Acuerdo Tripartito), pero no es hasta 1944 cuando se restablecerá el orden internacional en la conferencia de Bretton Woods.

3.2.2 II Guerra de Divisas (1967-1987)

En julio de 1944, los delegados de las 44 naciones aliadas celebraron la Conferencia de Bretton Woods, conocida formalmente como la Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, para regular el sistema monetario y orden financiero tras la finalización de la II Guerra Mundial.

De los acuerdos alcanzados nacieron dos instituciones fundamentales como son el FMI y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, que actualmente es parte del Grupo del Banco Mundial. Asimismo, se acordó la sustitución del patrón oro por un patrón dólar, estableciéndose una equivalencia fija entre dólares y oro (una onza de este metal valdría siempre 35 dólares), así como un tipo de cambio fijo del resto de divisas frente al dólar.

El sistema de Bretton Woods (1944-1973) garantizaría la estabilidad cambiaria y el crecimiento económico hasta mediados de los años 60', momento a partir de cual el gobierno de Estados Unidos comenzó a incurrir en constantes déficits presupuestarios para financiar los cada vez mayores costes de la guerra de Vietnam (1950-1975), por un lado, y el elevado gasto social derivado del programa "Great Society" del presidente demócrata Lyndon B. Johnson, por otro.

En un contexto de alto desempleo y baja inflación, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) duplicó la compra de deuda pública, creando dinero de la nada y tolerando un mayor crecimiento de los precios para disminuir la tasa de paro. En un principio, el gobierno estadounidense consiguió mantener una relación estable entre inflación y desempleo. Sin embargo, la inflación fue descontrolándose

hasta confirmarse el incumplimiento de la relación propuesta en la curva de Philips y la entrada en un largo periodo de estanflación, esto es, de paro e inflación.

El plan de los Derechos Especiales de Giro en el FMI y el “*pool de oro*”³ consiguieron retrasar ligeramente el final del sistema, pero no abordaron el desequilibrio fundamental: la sobrevaloración del dólar. No obstante, fue Reino Unido quien, con el fin de corregir los desequilibrios de su Cuenta Corriente, propició la caída del sistema monetario vigente con la devaluación de la libra frente al dólar en 1967.

En agosto de 1971, el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, anunció su “Nueva Política Económica”. Entre otras medidas, se establecieron controles de precios y salarios, un impuesto adicional del 10% sobre las importaciones y el cierre del “*pool de oro*”. De esta forma, los bancos centrales dejarían de vender oro en el mercado, comprometiéndose a no exigir conversiones de sus dólares en oro.

La respuesta internacional no tardó en llegar. A finales de agosto de ese mismo año, Japón anunció la implantación de un tipo de cambio flexible. Como era de esperar, el yen japonés se apreció un 7% frente al dólar, favoreciendo así las exportaciones estadounidenses. Por su parte, Suiza estableció tipos de interés negativos, con el objetivo de desincentivar la entrada de capitales y propiciar la apreciación del dólar.

A pesar de que el impuesto norteamericano a las importaciones constituía una clara violación del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), los socios comerciales de Estados Unidos se vieron obligados a aceptar las consecuencias de un dólar débil, por dos razones: por un lado, las heridas de la I Guerra de Divisas estaban todavía sin cicatrizar; por otro lado, Estados Unidos venía desempeñando un papel fundamental en la protección de Europa y Japón frente a la Unión Soviética.

Con el fin de aplacar el malestar generado, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Jhon Conally, propuso a principios de diciembre una devaluación del dólar frente al oro del 10% y una apreciación general de las divisas del 10% frente al dólar. A cambio, Estados Unidos suprimiría el impuesto adicional a las importaciones.

Un encarecimiento del 20% de las exportaciones a Estados Unidos era inaceptable para la mayoría de naciones de forma que, tras intensas

³ Acuerdo entre bancos centrales en 1961 para vender oro en el mercado de Londres para mantener un precio de mercado del metal en 35\$/onza.

negociaciones, los miembros del G10 alcanzaron el denominado “*Smithsonian Agreement*”, en virtud del cual, el dólar se devaluaría un 9% frente al oro y el resto de divisas se apreciarían entre un 3% y un 8% frente al dólar, a excepción de la libra inglesa y el franco francés, debiendo mantenerse estas nuevas equivalencias en unos márgenes de $\pm 2,25\%$.

No obstante, la estabilidad alcanzada tras el acuerdo apenas duró seis meses. En junio de 1972, Reino Unido abandonó el acuerdo y adoptó un sistema de tipos de cambio flexibles, induciendo una devaluación de la libra del 10% frente al dólar. En respuesta, Alemania impuso controles de capital en un intento de aplacar la apreciación del marco alemán. Por su parte, Suiza y Canadá siguieron los pasos de Reino Unido, ignorando por completo las bandas de flotación del $\pm 2,25\%$. Ante el fracaso del sistema de Bretton Woods, el FMI decidió implantar en 1973 un sistema de tipos de cambio de flotación libre. No obstante, la Guerra de Divisas estaba lejos de finalizar.

En este contexto, Estados Unidos sufriría su peor recesión desde que finalizase la II Guerra Mundial: con la llegada de las Crisis del Petróleo en 1973 y 1979, los precios del “oro negro” se descontrolaron, el paro alcanzó máximos, el mercado de valores se desplomó, el dólar estuvo cerca de colapsar y la inflación se disparó.

En su lucha contra la hiperinflación, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Paul Volcker, implementó una exitosa terapia de shock: con la subida del tipo de interés hasta el 20%, Volcker consiguió reducir la inflación desde el 12,5% en 1980 hasta el 1,1% en 1986. Por su parte, el precio del oro, que se había disparado hasta los 612,56 dólares en 1980, cayó hasta los 317,26 dólares en 1985. Por su parte, el presidente de Estados Unidos, Ronald Reagan, apostó por reducir impuestos y desregular los mercados, impulsando así el crecimiento económico, el empleo y la confianza en el dólar, que se apreció frente al oro y otras divisivas, profundizando el déficit comercial y alentando las presiones por devaluar el dólar en beneficio de las exportaciones.

En septiembre de 1985, los Ministros de Economía de Estados Unidos, Alemania, Francia, Reino Unido y Japón diseñaron en el Hotel Plaza de Nueva York un plan para la devaluación coordinada y cooperativa del dólar. En tan solo tres años, el dólar se devaluó un 40% frente al franco francés, un 50% frente al yen japonés y un 20% frente al marco alemán. A cambio, Estados Unidos pagaría un elevado precio en forma de inflación, crecimiento y desempleo.

En 1987 los miembros del G7 (firmantes del Acuerdo del Plaza más Canadá e Italia) se reunieron en el museo Louvre de París a fin de estabilizar el dólar y terminar con la II Guerra de Divisas. La confianza en el dólar y su papel como moneda refugio permitieron mantener una cierta estabilidad durante los años 90’

y principios del siglo XXI, a pesar de la crisis de la libra en 1992, del peso mexicano en 1994 y de la crisis ruso-asiática de 1997-1998.

3.3 La III Guerra de Divisas (De 2010 a la actualidad)

Desde finales de los años 90' se produce un hecho de gran importancia para la economía mundial: la fuerte emergencia de China que se recupera a velocidad vertiginosa del retroceso sufrido desde la posguerra mundial y las políticas de Mao Tse-Tung. Junto a China, el sudeste asiático consolida un modelo de desarrollo económico basado en el fomento a las exportaciones y en la manipulación de los tipos de cambio para mantener infravalorada la divisa nacional. Esta emergencia choca con las políticas expansivas implementadas por Estados Unidos para contrarrestar los efectos del 11-S y la burbuja de las *punto-com*, así como para financiar un gasto público incrementado por las guerras de Irak y Afganistán y una expansión del gasto social (Miguel Ángel Martínez Rolland: 2013).

Aparecen así los denominados “desequilibrios globales”, en paralelo con un incremento de los precios de las materias primas, como en los años 70', y la inestabilidad del sistema monetario internacional, reflejada en la volatilidad de las bases monetarias, los flujos financieros internacionales, del crédito y de la acumulación de las reservas internacionales, que llegó a experimentar un crecimiento del 42 % interanual en 2007 (COFER: 2007).

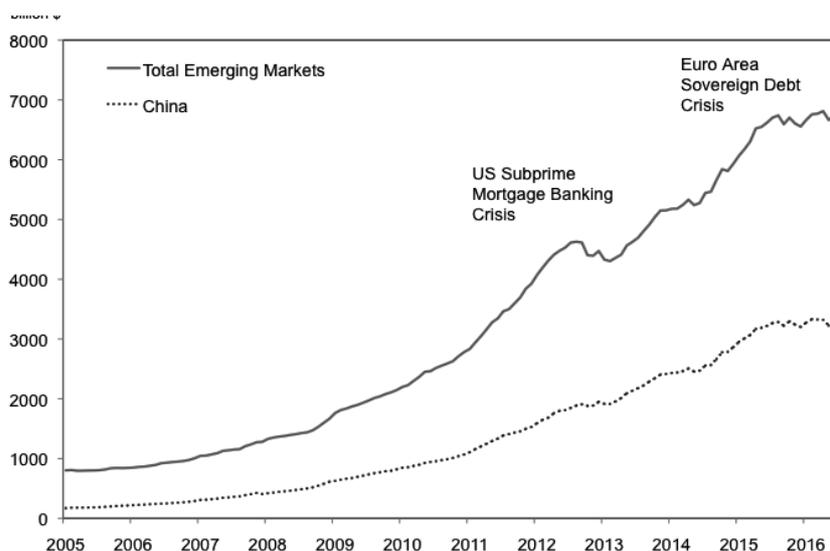
Los principales países industrializados incurrieron en importantes déficits comerciales con China, que se convierte en la “fábrica” del mundo. En principio, el superávit chino respecto a Estados Unidos debería haber provocado una apreciación del yuan frente al dólar. No obstante, el People's Bank of China (PBOC) reprimió la tendencia apreciadora comprando dólares y vendiendo yuanes, convirtiéndose en el principal tenedor de reservas internacionales pese a las presiones de Estados Unidos por permitir una revaluación del yuan.

La caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató la peor crisis económica sufrida desde la Gran Depresión de 1929, propiciando el escenario perfecto para una nueva guerra de divisas. Con el nivel de endeudamiento público y privado en máximos históricos, el consumo, la inversión y el gasto público se revelaron ineficaces para impulsar la economía. Con las esperanzas puestas en el sector exterior, numerosos países recurrieron a políticas monetarias expansivas que encubrían una verdadera devaluación competitiva.

En 2009, la Reserva Federal de los Estados Unidos lanzó su primer programa de Flexibilización Cuantitativa con el objetivo de inyectar liquidez en el sistema, hundir los tipos de interés, estimular las exportaciones netas e incentivar la salida de capitales (*Hot Money*), fundamentalmente hacia países emergentes del

sudeste asiático y Latinoamérica. Estos países, que vieron como sus divisas habían sufrido una fuerte apreciación frente al dólar y temían posibles burbujas especulativas, respondieron con rígidos controles de capital y restricciones al libre comercio. Como resultado, sus bancos centrales vieron duplicadas las reservas internacionales en apenas un par de años (ADB: 2013).

Gráfico 3.1: Reservas internacionales en poder de economías emergentes



Fuente: Asian Development Bank

Centrándonos en la relación dólar-yuan, la política monetaria expansiva implementada por la Fed tuvo dos importantes consecuencias:

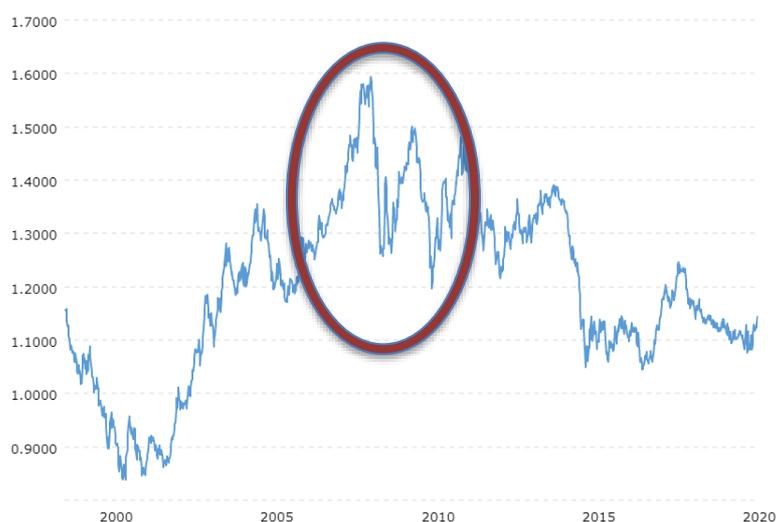
- (i) Por un lado, la inyección de dólares en el sistema obligó al PBOC a aumentar la cantidad de yuanes en circulación a fin de absorber el exceso de dólares procedente de las exportaciones a Estados Unidos. Sin embargo, mientras que en Estados Unidos el riesgo de inflación era ínfimo a corto plazo, China apenas tenía margen para absorber el exceso de dólares sin incurrir en inflación.
- (ii) Por otro lado, las inversiones de las reservas de dólares acumuladas por el PBOC en bonos estadounidenses convirtieron a China en el principal acreedor de los Estados Unidos.

Ante el agravamiento de la crisis financiera internacional y una importante concesión de Estados Unidos, que convierte formalmente al G20 en el principal foro de cooperación internacional en detrimento del G7, China fue permitiendo una gradual apreciación de su moneda frente al dólar, pero sin dejar de acumular grandes cantidades de divisas.

No obstante, China no sería la única víctima de las políticas estadounidenses. Entre 2009 y 2010, el real brasileño se apreció hasta un 40% respecto al dólar, perjudicando seriamente su saldo comercial con Estados Unidos. Además, en sus intentos por evitar la apreciación del real, Brasil tuvo que enfrentarse al mismo problema que China: la inflación. Lo mismo ocurriría en otros países emergentes como México, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia o Vietnam. Por señalar algunos datos de referencia, en 2010 el bath tailandés se apreció un 10% y el peso mexicano un 6%, ambos respecto al dólar (Ruiz Bravo de Mansilla: 2011).

En la Eurozona, el euro perdió frente al dólar todo lo que había ganado en los últimos años. La grave crisis financiera socavó la confianza de los inversores y provocó que éstos comenzasen a vender sus bonos europeos para invertir en dólares, que desde 2009 se convierte en moneda refugio. Después de alcanzar el valor de 1,6 dólares en julio de 2008, la cotización del euro respecto al “billete verde” cayó hasta los 1,20 dólares en el verano de 2010. No obstante, en un principio la Eurozona evitó entrar en la guerra de divisas, pese a tener motivos para hacerlo: bajo crecimiento económico, dependencia exportadora de su principal economía, Alemania, y agotamiento del margen fiscal debido a la elevada prima de riesgo de los países periféricos (Ferran Casadevall Massuet: 2010).

Gráfico 3.2: EUR/USD-tipo de cambio

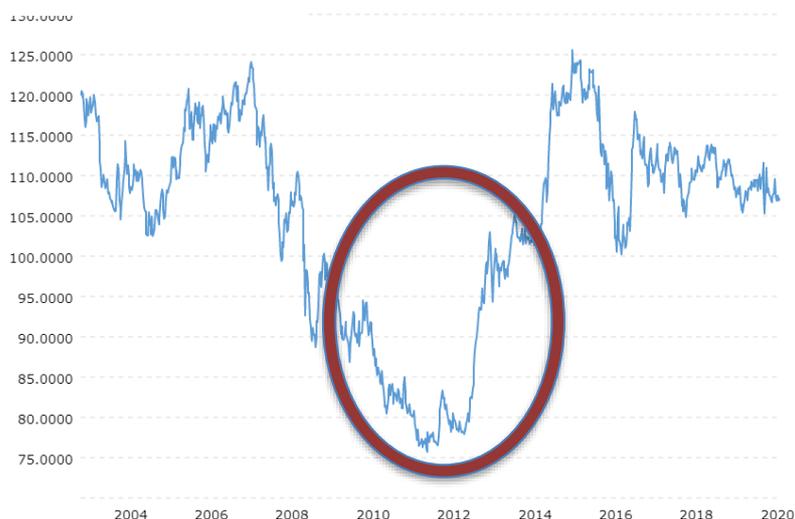


Fuente: Macrotends

Con la amenaza, cada vez más cierta, de una guerra de divisas, la quinta cumbre extraordinaria del G20, celebrada en Seúl en noviembre de 2010, permitió aplacar, al menos durante un tiempo, las divergencias sobre la devaluación artificial de ciertas divisas, sobre todo del yuan chino, para estimular las exportaciones: Estados Unidos encabezó la reclamación de los países avanzados para que los países emergentes revaluasen sus monedas y aumentasen sus importaciones. Por su parte, los emergentes, liderados por China y Brasil, acusaron a Estados Unidos de incoherencia después de la nueva inyección de liquidez anunciada por la Fed, que en la práctica suponía una devaluación del dólar. Tras un acalorado debate, unos y otros aceptaron seguir ciertas “pautas” para determinar cuándo los superávits comerciales estaban alcanzando niveles insostenibles. (G20: 2010).

En marzo de 2011, Japón sufriría los estragos del terremoto más potente del mundo en los últimos 500 años. Ante una posible repatriación masiva de capitales para financiar la reconstrucción del país, el yen japonés experimentó una fuerte apreciación frente al dólar, perjudicando aún más la economía nipona. En un intento por revertir esta dinámica, los bancos centrales de Estados Unidos, Japón y la Eurozona emprendieron una exitosa operación de venta de yenes y compra masiva de dólares, euros y francos suizos, entre otras divisas. No obstante, esta debilitación del yen tendría una importante consecuencia: un nuevo país se había sumado a la guerra de divisas

Gráfico 3.3: USD/JPY-tipo de cambio



Fuente: Macrotends

A lo largo de 2012, las presiones apreciatorias y los flujos de capital masivos y volátiles hacia economías emergentes fueron suavizándose. La acumulación de reservas había alcanzado niveles más que suficientes y era momento de cesar la intervención en el mercado de divisas, relajar los controles de capital y evolucionar hacia una mayor flexibilidad de los tipos de cambio (FMI: 2012).

En 2013, el foco de atención cambiario pasa a Japón, cuyo superávit por cuenta corriente venía reduciéndose desde 2010. A fin de resucitar la economía nipona, el Gobierno de Shinzo Abe anunció abiertamente su propósito de devaluar el yen. Ahora bien, el G7 no podía tolerar que Japón adoptara explícitamente el objetivo de debilitar el tipo de cambio. Sin embargo, aun estando de acuerdo con advertir a Japón, el G20 no podía apoyar la postura del G7 pues China y otros países tienen objetivos de tipo de cambio fijos que se consideran legítimos. Así, en su comunicado de 16 de febrero, el G20 se compromete a no tener objetivos de tipo de cambio “*para ganar ventajas competitivas*”, así como a vigilar y minimizar los efectos negativos que sobre otros países puedan tener las políticas adoptadas con objetivos domésticos (G20: 2013 a). En abril, los ministros el G20 respaldan de forma definitiva las políticas implementadas por Japón con la intención de parar la deflación y estimular la demanda interna (G20: 2013 b).

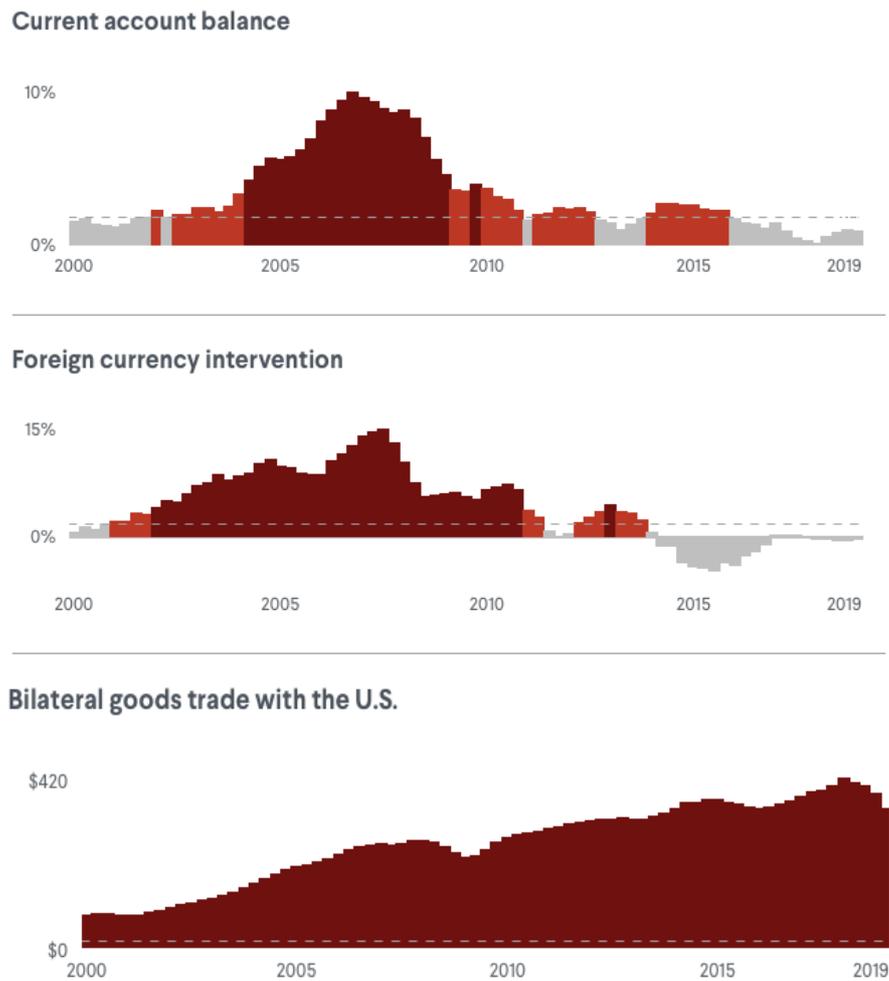
Con el objetivo de impulsar la recuperación económica y terminar con la tendencia deflacionista, el presidente del Banco Central Europeo, Mario Dragui, lanzó en marzo de 2015 un programa de expansión cuantitativa similar a los que venía implementando la Fed. Esta medida supuso una importante inyección de liquidez en el sistema y el desplome de la cotización del euro por debajo de los 1,04 dólares, haciendo más competitivas las exportaciones europeas.

No obstante, fue la llegada de Donald Trump a la presidencia de los Estados Unidos en enero de 2017 y su enfrentamiento comercial con China lo que ha hecho que la guerra de divisas este más activa que nunca. El momento crítico se alcanza en agosto de 2019, cuando el presidente estadounidense anuncia la entrada en vigor de un arancel adicional del 10% sobre los 300.000 millones de dólares restantes de bienes y productos procedentes de China, pese a estar en plenas negociaciones para llegar a un acuerdo. Como respuesta, China optó por una fuerte devaluación del yuan, que en pocos días terminó sobrepasando la barrera de los 7,05 yuanes por dólar, nivel no visto en más de una década.

Mientras que China alega que la devaluación de su moneda se debe a las fuerzas del mercado, comprometiéndose a mantener el tipo de cambio en un nivel razonable y equilibrado, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos ha calificado oficialmente a China como país “manipulador de divisas” y ha pedido de manera reiterada a la Fed que baje los tipos de interés para apoyar la actividad económica. No obstante, el FMI viene considerando al yuan alineado con los fundamentos económicos (FMI: 2018). Además, el gigante asiático sólo

cumple uno de los tres criterios exigidos por la *Trade Enforcement Act* de 2015 para acusar a un país de manipulación de divisas: i) un superávit comercial con Estados Unidos superior a los 20 mil millones de dólares; ii) un superávit por cuenta corriente superior al 2% del PIB; y iii) la compra de dólares en el mercado de divisas en seis de los últimos doce meses por un importe superior al 2% del PIB.

Gráfico 3.4: ¿Es China un manipulador de divisas? - Oficialmente no.



Fuente: GCGS

4. EL IMPACTO DE LA INESTABILIDAD CAMBIARIA EN AMERICA LATINA: EL CASO ARGENTINO

4.1 Causas y descripción de la situación actual

A finales de 2015, Argentina puso en marcha un conjunto de medidas monetarias y cambiarias. En lo que respecta específicamente a las regulaciones del mercado de cambios, se ajustaron las normas a las nuevas definiciones en materia de política cambiaria orientadas, en palabras del Banco Central de la República Argentina (BCRA), “hacia una mayor libertad en el movimiento de capitales” (BCRA: 2015).

Al igual que anteriores experiencias de extrema liberalización, el nuevo modelo económico alimentó un ciclo endeudamiento externo que condujo desde principios de 2018 a una severa crisis de sobreendeudamiento, devaluación del peso, aceleración inflacionaria, profunda recesión, desempleo, pobreza creciente y deterioro de la distribución del ingreso. Así, Argentina concluyó el año 2019 con una de las fases contractivas más prolongadas de su historia, una tasa de inflación que marco el nivel más alto de los últimos 28 años, registros record de desempleo en 13 años y niveles de pobreza que alcanzaban a mas del 35% de la población (BCRA: 2020 a).

Lejos de ser una novedad, las crisis por sobreendeudamiento externo son para América Latina un fenómeno conocido y largamente estudiado. Como regla general, se observa que dichos episodios de crisis son consecuencia de un conjunto de reformas económicas que fomentan la entrada de capitales y el endeudamiento, permitiendo un alivio transitorio de la restricción externa al crecimiento que afecta a los países con una estructura productiva desequilibrada (EPD).

Esta estructura se caracteriza por la existencia de dos o más sectores con niveles de productividad y precios marcadamente diferentes: el sector primario, que trabaja a precios internacionales, y el sector industrial, que trabaja a un nivel de costos y precios considerablemente superior al internacional. Esta configuración peculiar da lugar un modelo económico caracterizado por la crónica limitación que ejerce sobre el crecimiento económico el sector externo y la sucesión de los llamados ciclos *stop-and-go*. En efecto, mientras que el crecimiento de la economía requiere siempre cantidades crecientes de divisas, el alto nivel de precios industriales que caracteriza a una EPD impide que la industria exporte. De modo que, a diferencia de lo que sucede en los países industriales, en los cuales la industria autofinancia las necesidades de divisas que requiere el desarrollo, en América Latina su abastecimiento queda siempre a cargo del sector primario.

En la etapa inicial de este tipo de desarrollo, una rápida sustitución de importaciones hace que la industria contribuya a mantener equilibrada la balanza de pagos ahorrando divisas. Posteriormente, el proceso sustitutivo se hace cada vez más lento, iniciándose un proceso de divergencia entre el crecimiento del sector industrial consumidor de divisas, y la producción de estas divisas a cargo del sector primario. Una vez que las reservas internacionales se agotan, el país se ve forzado a una devaluación para equilibrar sus cuentas externas (Marcelo Diamand: 1972).

Volviendo a la cuestión que nos ocupa, las políticas que dan lugar a los ciclos de endeudamiento suelen clasificarse en tres grandes grupos: i) desregulación y apertura de la cuenta de capital y financiera de la Balanza de Pagos; ii) adopción de regímenes cambiarios y monetarios dirigidos a reducir la inflación y a incrementar el atractivo de los rendimientos financieros de los activos locales; iii) políticas activas de endeudamiento externo que abastecen de divisas a la economía para el crecimiento (Canitrot: 1982; Frenkel: 2014; Manzanelli y col.: 2015).

De esta manera, la apertura financiera y el diferencial de rendimientos generados por la política monetaria y cambiaria propician la entrada de capitales, impulsando la apreciación de la moneda. Con el paso del tiempo, las necesidades de financiación externa aumentan, tanto por la vía de las mayores importaciones de bienes y servicios, como por la creciente carga de intereses, utilidades y dividendos y la formación de activos externos. La percepción de un riesgo cada vez mayor termina por elevar la prima de riesgo de la deuda y reducir el plazo de las nuevas colocaciones. La ruptura del ciclo puede ocurrir o bien de forma gradual, o bien de forma abrupta a partir de cambios en la situación financiera internacional. La interrupción de financiamiento externo acelera la fuga de capitales y la pérdida de reservas internacionales hasta desencadenar una crisis de Balanza de Pagos que se ajusta de forma brusca mediante maxidevaluaciones.

Los sucesos económicos observados en Argentina desde finales de 2015 obedecen exactamente a la secuencia descrita. No obstante, la situación financiera de las economías vecinas con anterioridad a la irrupción de la pandemia ocasionada por el COVID-19, permite afirmar que Argentina ha sido un caso prácticamente único de reincidencia en sobreendeudamiento externo.

4.2 Los pilares del sobreendeudamiento externo

4.2.1 La apertura y desregulación cambiaria

Desde diciembre de 2015, las autoridades económicas argentinas iniciaron un importante proceso de flexibilización y desregulación del mercado cambiario. Por medio de la Comunicación "A" 5850 del BCRA se eliminó el sistema de interconsulta con la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y el requerimiento previo del BCRA para comprar moneda extranjera y otros activos externos por importes inferiores a los 2 millones de dólares. Asimismo, se dispuso que todo nuevo ingreso de fondos externos tendría derecho a la libre salida y que las deudas financieras con el exterior no estarían sujetas a la obligación de ingreso ni liquidación en el mercado de cambios, habilitándose a las entidades financieras para realizar canjes y arbitrajes con sus clientes con débito o crédito a cuentas locales en moneda extranjera bajo ciertas condiciones (BCRA: 2015). Este proceso de flexibilización se aceleró durante los años 2016 y 2017, dando pie a un nuevo marco de liberalización completa que condujo a un importante incremento en la demanda de divisas en concepto de formación de activos externos.

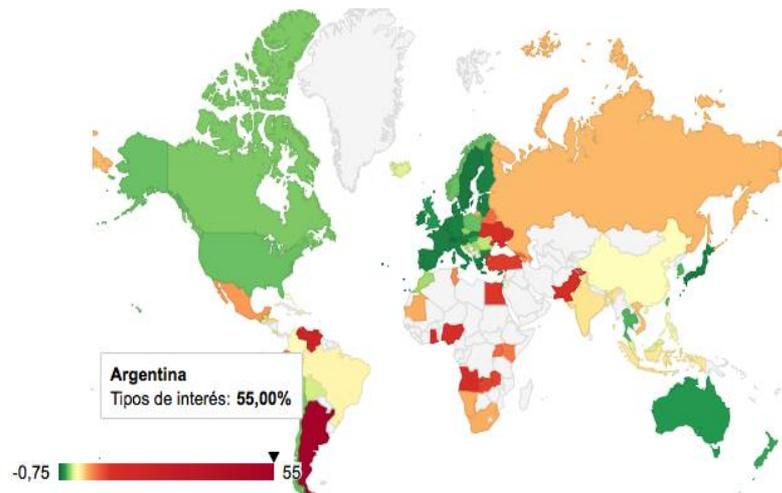
En esta misma línea, el Ministerio de Hacienda decidió eliminar los encajes vigentes y reducir los plazos de estadía mínima que regulaban los flujos internacionales de capitales. Hacia el año 2017, las regulaciones que pesaban sobre la cuenta de capital de la Balanza de Pagos se eliminaron definitivamente, exponiendo al mercado de cambios local a las fluctuaciones de los movimientos de capitales internacionales (BCRA: 2020 a).

Todas estas iniciativas tendentes a la flexibilización y desregulación del mercado cambiario aumentaron exponencialmente la vulnerabilidad de la economía argentina frente a los shocks externos.

4.2.2 El régimen cambiario y monetario

El BCRA reorientó su política monetaria desde finales de 2015 hacia el objetivo primordial de reducir la inflación. Las exigentes metas en materia de desinflación justificaron elevados tipos de interés. Asimismo, la liberalización del mercado cambiario y el abandono temporario de las intervenciones del BCRA ocasionaron una devaluación del peso de hasta el 40%.

Gráfico 4.1: Comparativa tipos de interés Banco Central. Diciembre 2019



Fuente: Datosmacro

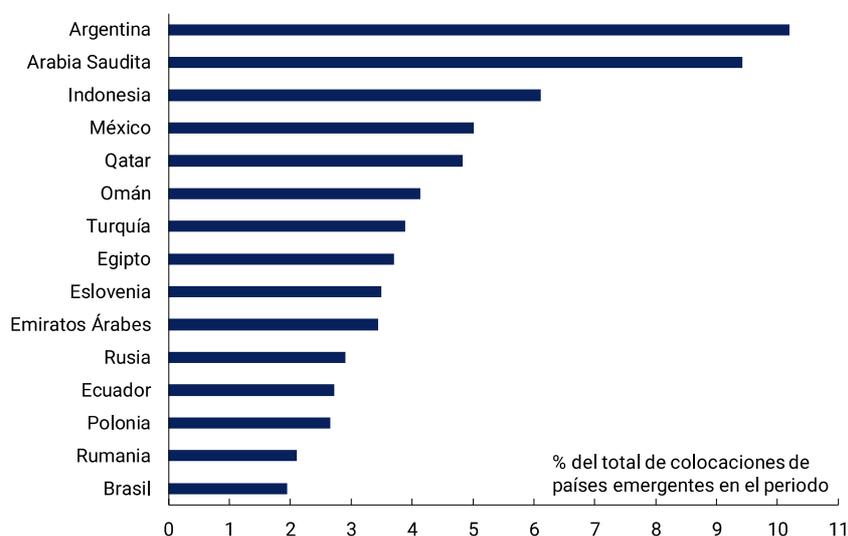
El abrupto salto cambiario y las elevadas tasas de interés se convirtieron en un importante atractivo para el ingreso de capitales de corto plazo desde el exterior, favorecido también por la posibilidad de invertir en letras del Banco Central, las Lebacks, pensadas originalmente como instrumentos de regulación monetaria, y convertidos en instrumentos de especulación financiera.

El ingreso de capitales no solo generó tendencias a la apreciación cambiaria, sino que además sobrecargó la utilización de los instrumentos de deuda del Banco Central: las divisas procedentes de la deuda externa eran ingresadas en el país y canjeadas por pesos. Dichos pesos eran luego absorbidos por instrumentos de deuda del Banco Central. De esta forma, el Gobierno emitía deuda en dólares para satisfacer sus necesidades fiscales y externas, al tiempo que el Banco Central emitía deuda para neutralizar los efectos monetarios de la deuda del Tesoro.

4.3 Gestación y desarrollo de la crisis argentina (De 2015 a la actualidad)

Desde finales de 2015 hasta principios de 2018, Argentina experimentó uno de los procesos de endeudamiento de mayor magnitud y velocidad de toda su historia. Con el cambio de Administración, las necesidades financieras del Tesoro Nacional dejaron de ser cubiertas principalmente con fuentes domésticas y comenzaron a ser atendidas a través de un proceso de endeudamiento externo, principalmente en moneda extranjera. En concreto, la deuda pública pasó de representar 52,6% del PIB a finales de 2015, a 90% cuatro años más tarde. En paralelo, varias provincias trataron de financiar sus déficits fiscales colocando deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales. Así, el peso de la deuda provincial en el PIB aumentó más de un 50% en menos de dos años (BCRA: 2020 a).

Gráfico 4.2: Principales colocadores de bonos soberanos en los mercados internacionales (enero 2016 – abril 2018).



Fuente: BCRA

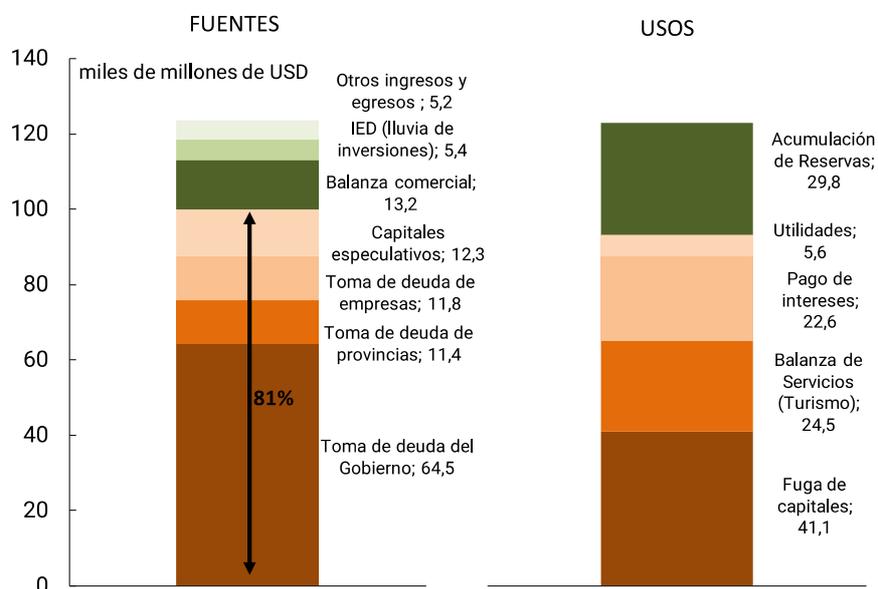
En una primera etapa, los mercados internacionales de deuda funcionaron como principal fuente de financiación de los sectores público y privado. Entre enero de 2016 y abril de 2018 se alimentó el ciclo de endeudamiento con el ingreso de divisas por deuda pública, privada e inversiones especulativas de portafolio por valor de 100 mil millones de dólares. El 81% de las divisas que ingresaron en el mercado de cambios provinieron de colocaciones de deuda del Sector Público Nacional, provincias, y empresas, y de la entrada de capitales especulativos ocasionada por las elevadas tasas de interés que se ofrecían. En cambio, la Inversión Extranjera Directa (IED) apenas representó un 4,3% del total de capitales que ingresaron en este periodo, pese a la aclamada “lluvia de inversiones” (BCRA: 2020 a).

Hasta un 70% de las divisas que entraron durante el periodo se destinaron a la financiación de la formación de activos externos (FAE), coloquialmente llamada “fuga de capitales”⁴, más el déficit de la balanza de servicios y el creciente pago de intereses. Si bien es cierto que esta política de endeudamiento permitió que durante este primer periodo se acumularan reservas internacionales (USD 29,8 mil millones), el nivel alcanzado fue bastante inferior al existente en otros países de la región que también operaban bajo un esquema de metas de inflación y un

⁴ El concepto de “fuga” puede incluir tanto el envío de fondos al exterior para realizar inversiones como la tendencia de dólares que están en Argentina, pero fuera del sistema financiero. A la hora de cuantificar la fuga de capitales, la metodología más utilizada es la Formación de Activos Externos (FAE), la cual nos permite medir las inversiones que realizan los inversores fuera del país, así como los dólares que compran los residentes, aunque estos queden en el país.

régimen de tipo de cambio flotante. De esta forma, Argentina quedó especialmente expuesta a las volatilidades disruptivas del tipo de cambio (BCRA: 2017 a).

Gráfico 4.3: Balance Cambiario. Periodo enero 2016 – abril 2018

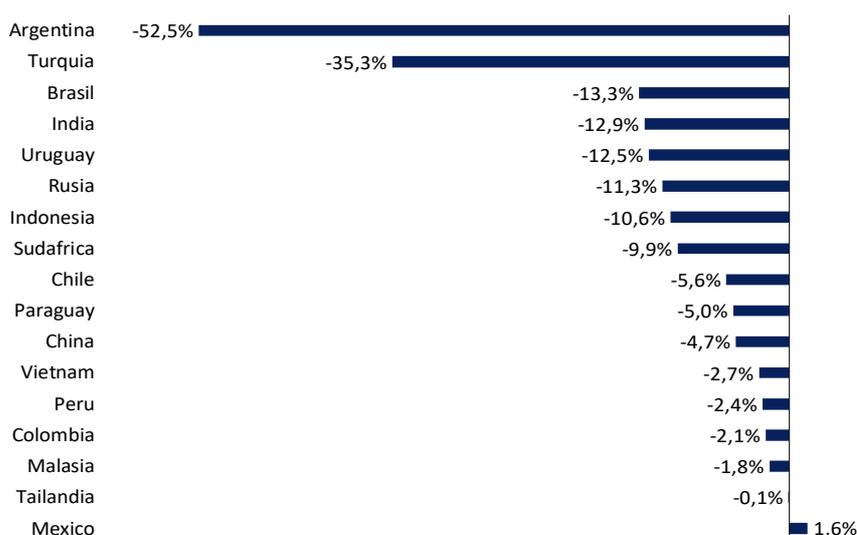


Fuente: BCRA

Luego de un salto inflacionario y un proceso recesivo, en 2017 la inflación comienza a reducirse y la economía a mostrar algún signo de recuperación (BCRA: 2017 a). Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2018 se inicia un periodo de contracción de la actividad económica y fuerte repunte de la inflación, asociada a la depreciación del peso. A ello se sumó el deterioro de las condiciones de acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales debido, fundamentalmente, a la subida de los tipos de interés en Estados Unidos y a las nuevas señales de tensiones comerciales entre las economías de mayor porte. Este endurecimiento del escenario financiero externo fue especialmente dañino para aquellos países con desequilibrios externos y/o elevados niveles de endeudamiento como Argentina, Turquía o Egipto, cuyas monedas sufrieron una fuerte depreciación (BCRA: 2018 a).

Ante el cierre parcial de los mercados internacionales, comenzó para Argentina una segunda etapa marcada por la inestabilidad cambiaria, la salida de capitales especulativos, la aceleración de la fuga y la pérdida de reservas internacionales.

Gráfico 4.4: Depreciación de monedas emergentes (octubre 2018 vs. diciembre 2017)



Fuente: BCRA

Ante un escenario de ahogo financiero y de divisas, en agosto de 2018 el gobierno firma un acuerdo *stand by* con el FMI (FMI: 2018 a) por importe de 50 mil millones de dólares que incluía un programa fiscal y monetario, así como una política de tipo de cambio flexible y determinado por el mercado. En paralelo, el BCRA tomó una serie de medidas para suavizar las presiones sobre el mercado cambiario y sus efectos sobre la inflación (Juan Miguel Massot: 2019).

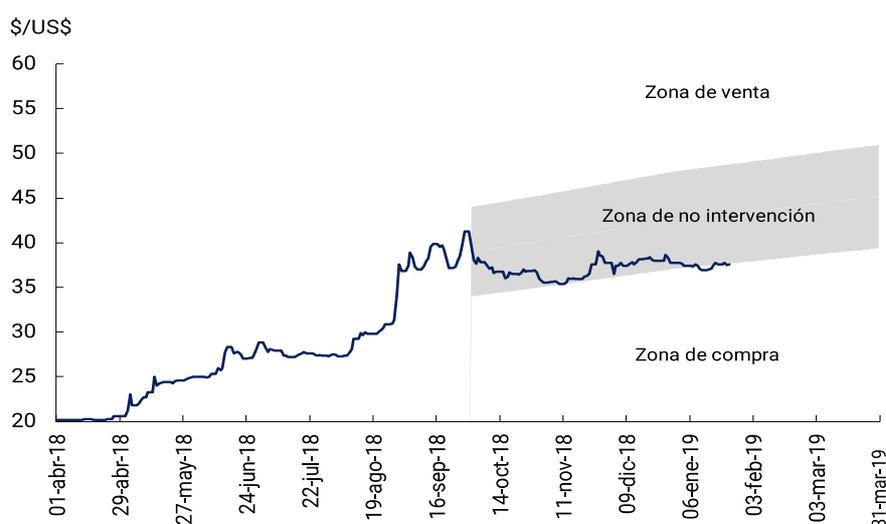
Sin embargo, ante la dinámica que estaba tomando el tipo de cambio (la cotización del dólar acumuló una suba del 42% entre finales de junio y finales de septiembre) y su traspaso a la tasa de inflación, en septiembre de 2018 las autoridades abandonan, en el marco de un nuevo acuerdo con el FMI (FMI: 2018 b), el régimen de metas de inflación aplicado desde septiembre de 2016 para adoptar a partir del 1 de octubre un nuevo esquema de política monetaria basado en una meta de base monetaria complementada con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. Así, se estableció como ancla nominal la meta de no incrementar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019, fijándose como zona de no intervención la comprendida entre un tipo de cambio de 34 pesos por dólar en el límite inferior y 44 pesos por dólar en el superior. Por encima de la zona de no intervención (señal de caída de la demanda de activos financieros en pesos), el BCRA podría realizar ventas de moneda extranjera por importe de hasta 150 millones de dólares diarios a fin de sustraer pesos de la economía y corregir una presión excesiva hacia la depreciación del peso. De manera opuesta, en caso de que el tipo de cambio cayese por debajo de la zona de no intervención (señal de aumento de la demanda de pesos), el BCRA podría realizar compras de moneda extranjera para evitar una apreciación excesiva del peso. Además, ante esta señal de aumento de la demanda de divisa doméstica,

la autoridad monetaria podría aumentar la base monetaria más allá de las metas, respaldando esta expansión a través de un incremento de reservas internacionales (BCRA: 2018 a).

La implementación del nuevo régimen monetario devolvió la calma al mercado cambiario, lográndose una apreciación del peso en los primeros días de funcionamiento dentro de la zona de no intervención. Con una paridad cambiaria más competitiva y un menor nivel de actividad, la economía argentina realizó un importante ajuste de su déficit de cuenta corriente, que amenazaba con sobrepasar el 5% del PIB en 2018 (Martín Rapetti: 2018)

Durante el mes de enero de 2019, en el que se combinan los efectos de la nueva política monetaria y un contexto financiero externo más favorable para los mercados emergentes, el tipo de cambio se ubicó por debajo de la zona de no intervención y el BCRA comenzó a comprar divisas, acumulando un total de 290 millones de dólares (BCRA: 2019 a).

Gráfico 4.5: Esquema de no intervención e intervención cambiaria



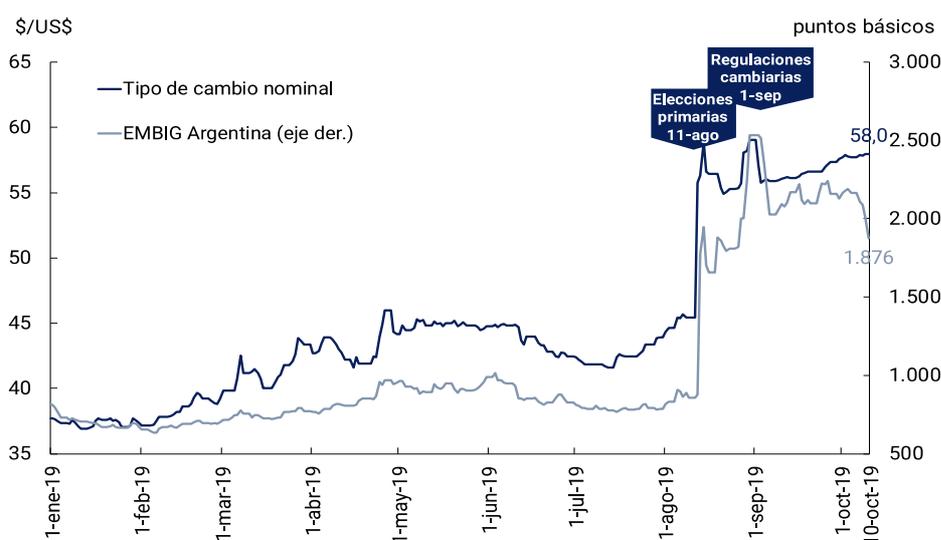
Fuente: BCRA

No obstante, los resultados del segundo acuerdo con el FMI no resultaron satisfactorios, ya que no restablecieron la confianza de los agentes, ni permitieron rebajar la inflación y recuperar el crecimiento económico. Después de semana santa, se aceleró la huida contra pesos en Argentina y contra deuda en el exterior. Semejante volatilidad encendió todas las alarmas y propició que se terminase por habilitar al BCRA para intervenir cualquiera que fuese el tipo de cambio, sin obligación de vender divisas si el peso llegaba a superar el “techo” de la banda cambiaria vigente (BCRA: 2019 b).

Entre junio y las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO), Argentina aplicó un régimen cambiario caracterizado por un mercado libre, plena movilidad de capitales, con un tipo de cambio que no es fijo, pero tampoco flexible, debido a la capacidad de intervención tanto del BCRA como del Ministerio de Hacienda; y un nivel de tipo de cambio real con tendencia a la apreciación debido a que el aumento del precio del dólar es bastante menor a la tasa de inflación (Juan Miguel Massot: 2019).

Los primeros resultados de las elecciones primarias celebradas el 11 de agosto incrementaron la percepción de riesgo de los agentes del mercado, observándose una fuerte caída de los precios de los activos financieros domésticos y una depreciación del peso. En concreto, el tipo de cambio registró un aumento del 22,8% el primer día hábil posterior a las elecciones, volviendo a subir hacia finales de agosto hasta alcanzar los 59,1 pesos por dólar (+30,1% respecto al 9 de agosto) (BCRA: 2019 c).

Gráfico 4.6: Tipo de cambio bilateral \$/US\$ y riesgo del país.

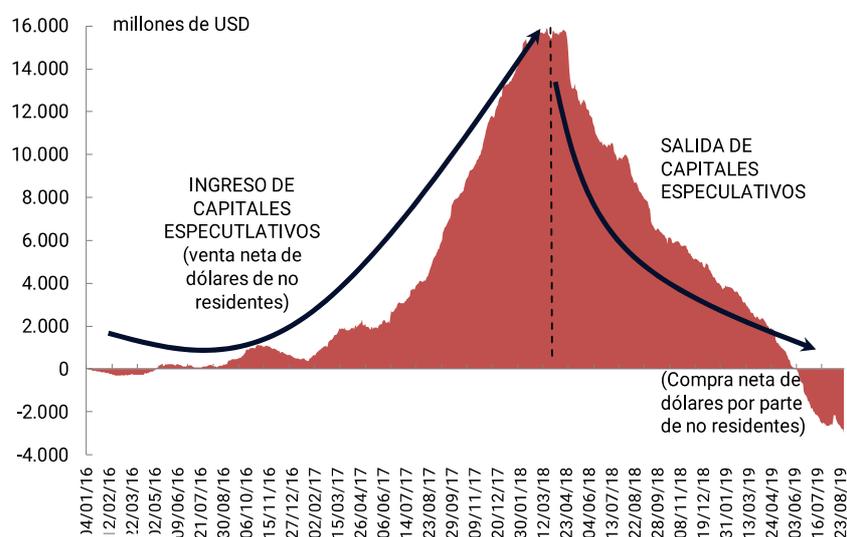


Fuente: BCRA en base a Bloomberg

A fin de contener la turbulencia cambiaria y evitar un mayor traspaso a precios del aumento del tipo de cambio, el BCRA realizó ventas no esterilizadas de divisas por primera vez desde la implementación del régimen de metas de base monetaria. Por otro lado, el cierre del mercado de capitales para el sector público generó un factor adicional de contracción de las reservas internacionales. De esta forma, entre el 9 y el 30 de agosto, las reservas internacionales cayeron un 18% impulsadas por las intervenciones cambiarias (USD 2.038 millones), la salida de depósitos en dólares de los bancos (USD 4.862 millones) y las operaciones del sector público, principalmente por vencimiento de deuda (USD 5.262 millones) (BCRA: 2019 c).

Desde mayo de 2018, del total pautado con el FMI llegaron a desembolsarse 44,5 mil millones de dólares. Estos fondos, junto con las reservas internacionales, abastecieron una fuga de capitales del sector privado, que alcanzó los 45,1 mil millones de dólares, una salida de capitales especulativos por importe de 11,5 mil millones de dólares y los servicios de la deuda pública y privada por valor de 36,9 mil millones de dólares (BCRA: 2020 a).

Gráfico 4.7: Evolución diaria acumulada de flujos de no residentes y títulos valores en el mercado secundario

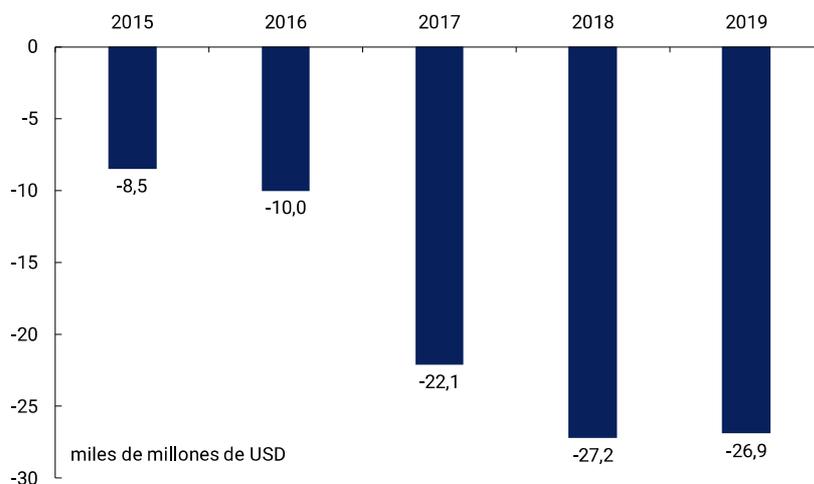


Fuente: BCRA

Con el tipo de cambio real en máximos históricos, el BCRA implementó una serie de medidas dirigidas a regular los ingresos y egresos del mercado cambiario y frenar la sangría de reservas internacionales. En general, las regulaciones no afectan al funcionamiento del comercio exterior, el pago de deudas en moneda extranjera, ni a la libertad para extraer pesos y dólares de las cuentas bancarias. Se centran principalmente en limitar la Formación de Activos Externos, y en establecer la obligación de ingreso de los cobros por exportaciones de bienes y servicios.

Entre enero de 2016 y octubre de 2019, la “fuga de capitales” alcanzó los 86,2 mil millones de dólares (BCRA: 2020 a). La evolución de la Formación de Activos Externos se triplicó en cuatro años al pasar de 8,5 mil millones de dólares en 2015, a casi 27 mil millones de dólares en los años 2018 y 2019 (BCRA: 2020 a).

Gráfico 4.8: Formación de Activos Externos del sector privado no financiero



Fuente: BCRA

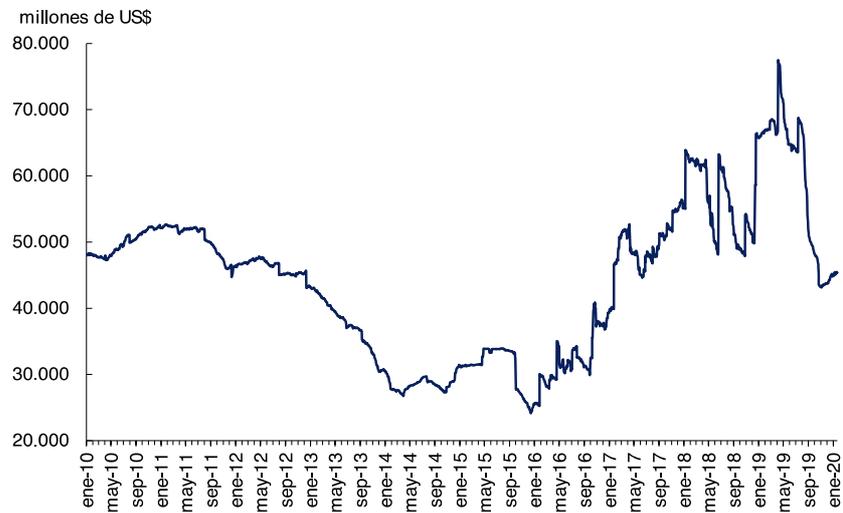
Las medidas adoptadas permitieron estabilizar el tipo de cambio, que cayó desde el máximo de 50,1 pesos por dólar registrado el 30 de agosto hasta los 57,8 pesos por dólar el 8 de octubre. Además, la caída de los depósitos en dólares y la magnitud de las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios fue moderándose a medida que se suavizaba la volatilidad financiera. Todo ello permitió reducir el ritmo de contracción de las reservas internacionales.

De aquí en adelante, las autoridades monetarias argentinas implementarán un esquema de flotación administrada del tipo de cambio para evitar fluctuaciones bruscas de la paridad cambiaria. La política cambiaria también fomentará la acumulación preventiva de reservas internacionales, a fin de recuperar un cierto grado de libertad en el manejo de la política económica y de asegurar la estabilidad financiera. En tanto la disponibilidad de divisas no alcance para cubrir las necesidades de la economía, se mantendrán las regulaciones cambiarias adoptadas desde el 1 de septiembre de 2019. Asimismo, en el marco de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva de 28 de diciembre de 2019 (Ley de SSyRP), se ha establecido el impuesto Para una Argentina Integrada y Solidaria (PAIS), que grava con un 30% la compra de moneda extranjera para atesoramiento (BCRA: 2020 b). De esta forma, la cantidad de individuos que accedieron al mercado para la compra de billetes en moneda extranjera registró una caída sustancial (BCRA: 2020 a).

A partir de la implementación de las nuevas regulaciones cambiarias, el BCRA pasó a realizar compras de divisas en el mercado cambiario, lo que permitirá acumular las reservas internacionales necesarias para administrar la política cambiaria y que el Tesoro Nacional pueda seguir atendiendo sus obligaciones en moneda extranjera. Tras una caída de 34.375 millones de dólares desde abril hasta septiembre de 2019, las reservas internacionales han ido creciendo de

manera gradual hasta alcanzar los 45.387 millones de dólares a finales de enero de 2020 (BCRA: 2020 b).

Gráfico 4.9: Reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina



Fuente: BCRA

5. CONCLUSIONES

La recesión económica, la inestabilidad monetaria y los enfrentamientos comerciales entre grandes potencias exportadoras son tres factores que incrementan de forma notable el riesgo de una Guerra de Divisas.

Normalmente, las Guerras de Divisas no surgen de forma intencionada sino en momentos de recesión económica y fragmentación social en los que el desempleo, la debilidad del sector financiero o el desequilibrio de las cuentas públicas obligan a devaluar la moneda para favorecer las exportaciones y el saldo de la balanza comercial, fomentando la financiación del gasto público, el crecimiento económico y el empleo en el país.

A su vez, la inestabilidad monetaria conduce inevitablemente a la inestabilidad cambiaria. Las asimetrías en la orientación de la política monetaria de los países con mayor peso originan volatilidad en los flujos de capital e inestabilidad en el mercado de divisas. Los programas de Flexibilización Cuantitativa implementados desde 2009 por los principales bancos centrales estimularon los flujos de capital hacia países emergentes del sudeste asiático y Latinoamérica. Estos países, que vieron como sus divisas habían sufrido una fuerte apreciación frente al dólar y temían posibles burbujas especulativas, respondieron con rígidos controles de capital y restricciones al libre comercio.

Por último, es claro que los desequilibrios externos suelen causar malestar en los países con déficit, que en un intento por corregir la sobrevaloración de su divisa pueden recurrir a la devaluación o al proteccionismo.

Las tensiones cambiarias actuales son el resultado de las políticas monetarias expansivas adoptadas para reactivar la economía, por un lado, y de una fuerte concentración de las exportaciones, reflejada en un incremento de las reservas de divisas en poder de economías emergentes, por otro. Actualmente, China es el país que atesora mayor volumen de reservas internacionales, de manera que su moneda debería haberse apreciado. No obstante, las autoridades monetarias chinas tienen intervenido el tipo de cambio, alimentando con ello las tensiones con Estados Unidos, que tras la fuerte depreciación que viene experimentando el yuan en los últimos meses ha terminado por acusar al gigante asiático de manipulación de divisas.

En todo caso, no hay duda de que las Guerras de Divisas y las políticas proteccionistas y mercantilistas que las acompañan suelen desencadenar la destrucción mutua asegurada.

La devaluación competitiva puede verse como una solución atractiva para los países en vías de desarrollo, que siempre gastan más en importaciones que lo que ganan por sus exportaciones. No obstante, estas políticas de empobrecimiento del vecino también conllevan consecuencias no deseadas tales como: el aumento del coste de ciertos inputs que han de ser importados para la fabricación de los bienes y servicios destinados a la exportación, la reducción del nivel de vida de los ciudadanos, que verán mermado su poder adquisitivo a la hora de importar o viajar al extranjero, la imposición de tarifas, embargos, aranceles y otras barreras al libre comercio, o el incremento de la presión inflacionaria. Además, es habitual que el resto de países sea vean perjudicados y reaccionen con una correlativa devaluación de su divisa, entrándose en un círculo vicioso que conduce al colapso del comercio mundial y el empobrecimiento generalizado.

Asimismo, puede verse dificultado el pago de la deuda externa si esta se encuentra pactada en una divisa extranjera pues, si la divisa doméstica se deprecia, la carga real de la deuda aumenta. En una situación de sobreendeudamiento externo y desequilibrio de Balanza de Pagos, existe típicamente un exceso de demanda de moneda extranjera en el mercado cambiario que provoca una fuerte depreciación de la moneda doméstica. De esta forma, el tipo de cambio alcanza un valor muy superior al tipo de cambio de equilibrio requerido para que la economía crezca sin que falten divisas.

Así sucedió en Argentina desde el segundo trimestre de 2018. El crecimiento sostenido del endeudamiento público y privado desde 2015 ha derivado en una configuración de déficits gemelos – fiscal y de cuenta corriente – que impide a la economía expandirse de forma sostenida sin chocar contra una falta de divisas. Sobre esta cuestión, téngase en cuenta que la economía argentina encuentra en la restricción externa al crecimiento una de las principales explicaciones de su ciclo económico *stop-and-go*. Los grandes periodos recesivos ocurridos a lo largo de la historia tienen su origen en ajustes abruptos fruto de los desequilibrios en la Balanza de Pagos, que obedecen a su vez a factores estructurales tales como la dependencia tecnológica y financiera.

En este contexto, la deuda puede servir para superar las limitaciones estructurales del país y facilitar el proceso de desarrollo. No obstante, la experiencia demuestra que los periodos de sobreendeudamiento externo fomentados por programas de liberalización y flexibilización tan solo retrasan y agravan los ciclos de ajuste de las cuentas externas, dando lugar a fuertes depreciaciones del peso, inflación, recesión, desempleo y pobreza creciente.

Las reformas realizadas en Argentina desde diciembre de 2015 incrementaron el desbalance externo de la economía y fomentaron los negocios especulativos de corto plazo financiados con un importante proceso de endeudamiento externo. Dicha situación terminó por desencadenar, una vez más, la grave crisis a la que se enfrenta el país desde mayo de 2018.

El endeudamiento externo en que incurrió Argentina tuvo como contrapartida una caudalosa formación de activos externos. En vez de utilizarse para superar las limitaciones estructurales del país, la deuda externa fue principalmente utilizada para financiar un régimen de especulación y valorización financiera. Los más de USD 86 mil millones que se fugaron entre 2016 y 2019 son, para una economía que sufre una insuficiencia crónica de divisas, un sacrificio importante en términos de crecimiento, inversiones y puestos de trabajo no realizados.

La subida de los tipos de interés en Estados Unidos no solo dificultó el acceso de Argentina a los mercados internacionales, sino que también propició un cambio en las carteras de los inversores internacionales en detrimento de los activos de países emergentes. Este cambio afectó de manera especial a los países con mayores necesidades de financiamiento externo y poca cobertura de sus obligaciones externas de corto plazo, que vieron como sus monedas sufrían fuertes depreciaciones. Argentina se encontraba, al momento del shock, entre los países más propensos a sufrir una salida repentina de capitales. Turquía y Egipto también estuvieron entre los más afectados.

Así las cosas, la adopción a finales del año 2019 de controles y regulaciones cambiarias y sobre la cuenta de capital y financiera de la Balanza de Pagos permitirá superar las históricas restricciones estructurales al crecimiento sostenido. De aquí en adelante, las autoridades monetarias argentinas implementarán un esquema de flotación administrada del tipo de cambio para evitar fluctuaciones bruscas de la paridad cambiaria. La política cambiaria también fomentará la acumulación preventiva de reservas internacionales, a fin de recuperar un cierto grado de libertad en el manejo de la política económica y de asegurar la estabilidad financiera. En tanto la disponibilidad de divisas no alcance para cubrir las necesidades de la economía, se mantendrán las regulaciones cambiarias adoptadas.

6. BIBLIOGRAFIA

BREGOLAT, E. (2018): “*¿Hacia una guerra económica entre EEUU y China?*”, Política Exterior, julio-agosto.

BURACHIK, G. (2019): “*La escasez de divisas como causa de las crisis económicas argentinas*”, Cuadernos de Economía Crítica, vol. 6, núm. 11.

BURDEKIN, R.C.K. (2005): “*US pressure on China’s currency: Milton Friedman and de Silver Episode Revisited*”, Claremont Colleges Working Papers, disponible en: <https://www.econstor.eu/handle/10419/31418>.

CANITROT, A. (1982): “*Orden Social y Monetarismo*”, Centro de Estudios de Estado y Sociedad, Buenos Aires.

CANO, D. (2012): “*Sutil Guerra de Divisas*”, Economía Exterior, núm. 60.

CASADEVALL MASSUET, F. (2010): “*La guerra de divisas en perspectiva*”, Cuadernos de información económica, núm. 210.

DIAMAND, M. (1972): “*La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio*”, Desarrollo Económico, vol.12, núm. 45.

DVOSKIN, A. y FELDMAN, G. (2015): “*Estructura productiva desequilibrada: un análisis de las contribuciones de Marcelo Diamand a la teoría económica*”, Cuadernos de Economía, vol. 34, núm. 64.

FERNANDEZ DE MOSTEYRIN, P. (2015): “*Guerra de Divisas: consecuencias no deseadas de las políticas aplicadas para salir de la crisis*”, ICADE Business School, Madrid.

FRENKEL, R. (2014): “*Las perspectivas de América Latina en materia de endeudamiento externo*”, Capítulo IV en la crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica, CEPAL, Santiago de Chile.

FRIEDMAN, M. (1992): “*Franklin D. Roosevelt, Silver and China*”, Journal of Political Economy, vol. 100, disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2138806?seq=1>.

GARCIA REBOLLAR, S. (2018): “*Guerra comercial y oportunidades para España*”, Colegio de Economistas de Madrid, Riesgos de la Economía Española, núm. 160.

KRUGMAN, P., WELLS, R. y GRADDY, K. (2013): “*Fundamentos de Economía*”, Editorial Reverté, Barcelona.

MANZANELLI, P., BARRERA, M., WAINER, A. y BONA, L. (2015): “*Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar hasta la actualidad*”, Documento de Trabajo núm. 68, CEFIDAR, Buenos Aires.

MAÑEZ CASTILLEJO, J. y REQUENA SILVENTE, F. (2020): “*La guerra comercial de Donal Trump y sus consecuencias económicas*”, Revista ICE, núm. 913, marzo-abril 2020.

MARTINEZ ROLLAND, M.A. (2013): “*Disputas y guerras de divisas. El papel del G20*”, Boletín Económico ICE, núm. 3040.

MASSOT, J.M. (2019): “*La política cambiaria argentina entre 2016 y 2019. Situación y alternativas desde una perspectiva de Economía Política*”, Actualidad Económica, núm. 99, septiembre-diciembre 2019.

McKINNON, R. y LIU, Z. (2013): “*Hot money inflows, commodity prices cycles, and financial repression in the US and de People’s Republic of China: the consequences of near zero US interest rates*”, ADB working paper series on regional economic integration, núm. 107.

MIKESELL, R. (1994): “*The Bretton Woods Debates: a memoir*”, Essays in International Finance, núm. 192, Universidad de Princeton.

PILBEAM, K. (1992): “*International Finance*”, MacMillan, Londres.

RAPETTI, M. (2018): “*Los desafíos macroeconómicos tras el acuerdo con el FMI*”, Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento, Documento de Análisis de Políticas Públicas, julio.

RUIZ BRAVO DE MANSILLA, G. (2011): “*La guerra de las divisas*”, eXtoikos, núm. 2.

STEINBERG, F. (2013): “*La guerra de divisas como síntoma de los problemas del Sistema Monetario Internacional*”, Cuadernos de Información Económica, núm. 235.

Documentos e Informes

ASIAN DEVELOPMENT BANK (ADB) (2013). Annual Report.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2017 a). Informe de Política Monetaria. Octubre.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2018 a). Informe de Política Monetaria. Octubre.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2019 a). Informe de Política Monetaria. Enero.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2019 b). Informe de Política Monetaria. Abril.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2019 c). Informe de Política Monetaria. Octubre.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2020 a). Informe de Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA) (2020 b). Informe de Política Monetaria. Enero.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2012). Pilot External Sector Report.

FONDO MOENTARIO INTERNACIONAL (FMI) (2018 a). Argentina. Memorandum of Economics and Financial Policies, and Thecnical Memorandum of Undestanding. Junio.

FONDO MOENTARIO INTERNACIONAL (FMI) (2018 b). Argentina. Memorandum of Economics and Financial Policies, and Thecnical Memorandum of Undestanding. Octubre.

FONDO MOENTARIO INTERNACIONAL (FMI). Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sexta edición (MBP6).

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2019 a). Annual Report on Exchange Arragments and Exchange restrictions 2018.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2020). World Economic Outlook (WEO). Junio.

G20 (2010). Seoul Summit Document. Noviembre.

G20 (2013 a): Declaración de los Ministros de Finanzas y Gobernadores de bancos centrales, 16 de febrero. Moscú, Rusia.

G20 (2013 b): Declaración de los Ministros de Finanzas y Gobernadores de bancos centrales, 19 de abril. Washington DC, EEUU.

Bases de datos

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA). Estadísticas estandarizadas sobre la evolución del mercado de cambios. Disponible en: http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Estad%C3%ADsticas_Mercado_de_cambios.asp [Fecha de extracción: 17 de julio de 2020].

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA (BCRA). Estadísticas sobre las principales variables. Disponible en: http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp [Fecha de extracción: 11 de julio de 2020].

BANCO MUNDIAL (BM). Total de reservas (USD a precios actuales) – Argentina 2019. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FI.RES.TOTL.CD?locations=AR&view=chart> [Fecha de extracción: 22 de julio de 2020].

DATOSMACRO. Comparativa tipos de intereses de los Bancos Centrales. Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes> [Fecha de extracción: 19 de julio de 2020].

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI). Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). Disponible en: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4> [Fecha de extracción: 19 de julio de 2020].

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI). Exchange Rates selected indicators. Disponible en: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862> [Fecha de extracción: 16 de julio de 2020].

GREENBERG CENTER FOR GEOECONOMICS STUDIES (GCGS). Identificador de manipuladores de divisas. Disponible en: <https://www.cfr.org/article/tracking-currency-manipulation> [Fecha de extracción: 20 de julio de 2020].

Artículos periodísticos

FERNANDEZ, F.J. (2020): “*El mercado de divisas: ¿Qué es y cómo funciona?*”, BBVA, disponible en: <https://www.bbva.com/es/mercado-divisas-que-es-como-funciona/>. [Última Consulta: 4 de julio de 2020].

FLORES, D. (2010): “*La guerra de divisas amenaza la unidad del G20 en la cumbre de Seúl*”, Noticias rtve, disponible en: <https://www.rtve.es/noticias/20101110/guerra-divisas-amenaza-del-proteccionismo-sobrevuelan-cumbre-del-20-seul/368956.shtml> [Última Consulta: 15 de julio de 2020].

GARCIA ARANEDA, A. (2019): “*Guerra comercial más guerra de divisas*”, El Economista, disponible en: <https://www.eleconomista.com.mx/opinion/Guerra-comercial-mas-guerra-de-divisas-20190811-0025.html>. [Última Consulta: 19 de julio de 2020].

GARNHAM, P. (2013): “*Currency wars: a Handy guide*”, Euromoney, disponible en: <https://www.euromoney.com/article/b12kjbvnbxrdzrv/currency-wars-a-handy-guide> [Última Consulta: 17 de julio de 2020].

GONZALEZ, M. y BOLAÑOS, A. (2010): “*El G20 cierra en falso la guerra de divisas*”, El País, disponible en: https://elpais.com/diario/2010/11/13/economia/1289602804_850215.html [Última Consulta: 15 de julio de 2020].

HOTTEN, R. (2010): “*Currency wars threaten global economic recovery*”, BBC News, disponible en: <https://www.bbc.com/news/business-11484532> [Última Consulta: 17 de julio de 2020].

PEREZ, C. (2010): “*Peligro: guerra de divisas*”, El País, disponible en: https://elpais.com/diario/2010/10/10/negocio/1286716465_850215.html [Última Consulta: 12 de julio de 2020].

STEINBERG, F. (2010): “*Guerra de divisas: entre la política interna y la cooperación internacional*”, Real Instituto el Cano, disponible en: http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/rielcano_es/contenido?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/elcano/elcano_es/zonas_es/ARI154-2010 [Última Consulta: 12 de julio de 2020].

WALKER, A. (2010): “*El G20 enfrente la guerra de divisas*”, BBC News, disponible en: https://www.bbc.com/mundo/noticias/2010/11/101109_guerra_divisas_campo_batalla_amab [Última Consulta: 12 de julio de 2020].

WARNER, J.: “*Currency wars explained: a guide to devaluing currencies*”, IG Markets Limited, disponible en: <https://www.ig.com/en/trading-strategies/currency-wars-explained--a-guide-to-devaluing-currencies-190816#:~:text=A%20currency%20war%20can%20break,an%20edge%20over%20other%20nations>. [Última Consulta: 10 de julio de 2020].

WESSEL, D. (2014): “*The Return of de the Currency War*”, The Brookings Institution, disponible en: <https://www.brookings.edu/opinions/the-return-of-the-currency-wars/>. [Última Consulta: 19 de julio de 2020].