

88/2013

24 septiembre de 2013

*Gregorio Álvarez Rubial**

LA GENERALIZACIÓN DEL
QUANTITATIVE EASING Y SUS
REPERCUSIONES EN LA ESTABILIDAD
FINANCIERA GLOBAL

[Visitar la WEB](#)

[Recibir BOLETÍN ELECTRÓNICO](#)

LA GENERALIZACIÓN DEL QUANTITATIVE EASING Y SUS REPERCUSIONES EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL

Resumen:

Recientemente se ha generalizado entre los Bancos Centrales de los países con mayor peso económico del mundo el uso del llamado *Quantitative Easing*, una estrategia de política monetaria expansiva tradicionalmente considerada como poco ortodoxa, a través de la cual se impulsan los tipos de interés a la baja y que algunos autores tachan de política devaluatoria de la propia divisa, utilizada con el objetivo de alcanzar una mayor competitividad en el mercado internacional. El autor analiza en este trabajo la capital influencia de esta estrategia en la estabilidad económica y financiera global.

Abstract:

The Quantitative Easing is by far the most famous of the monetary policies used nowadays by Central Banks in the world. Being a expansionary policy that strengthens growth and credit, affecting the monetary base, it influences too the internal interest rates and the exchange rate, thus, the analysis of its consequences to the financial stability and National Security is a must.

Palabras clave:

Flexibilización Cuantitativa, política monetaria, Banco Central Europeo, Banco de España, Banco de Inglaterra, BCE, Reserva Federal, devaluación competitiva, deuda soberana, GATT, Organización Mundial del Comercio, OMC, G-7.

Keywords:

QE, Quantitative Easing, monetary policy, Federal Reserve, FED, European Central Bank, ECB, Bank of England, currency war, sovereign debt, World Trade Organization, WTO.

***NOTA:** Las ideas contenidas en los **Documentos de Opinión** son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.

La Flexibilización Cuantitativa o Quantitative Easing (QE) es posiblemente la estrategia de política monetaria más renombrada en la actualidad, especialmente por el uso recurrente que la Reserva Federal de los Estados Unidos está haciendo de ella en los últimos años, con sus rondas *QE1*, *QE2* y *QE3*. Atrae igualmente la atención por el resultado positivo que podría estar cosechando, influenciando políticas similares llevadas a cabo por el Banco de Inglaterra o el Banco Central Europeo (BCE) y abundando en la doctrina de política monetaria ultra expansiva que ha impulsado la economía de la República Popular China en las últimas tres décadas.

El Quantitative Easing es una política monetaria bastante generalizada en nuestros días, que sin embargo ha sido tradicionalmente considerada una política monetaria heterodoxa, como recurso únicamente cuando nos encontramos en una situación de tipos de interés cercanos a cero y se desea impulsar la demanda agregada y con ella el crecimiento económico.

Si tomamos en consideración la enorme importancia que tiene la estabilidad financiera y económica para mantener la competitividad internacional, así como para garantizar la estabilidad de los ingresos del sector público, y con ellos la consecución de las políticas del estado, llegamos rápidamente a la conclusión de que una política económica bien diseñada es de vital importancia para la Seguridad Nacional, tal y como destaca la Estrategia Española de Seguridad, por lo que el análisis a fondo del denominado Quantitative Easing es de capital importancia.



Cuartel General del Banco de Japón en Tokyo

EL FUNCIONAMIENTO BÁSICO DEL QUANTITATIVE EASING

El QE supone la adquisición por parte del Banco Central de deuda pública emitida por el propio estado, que en los momentos de la adquisición está en manos de instituciones financieras privadas. Un ejemplo paradigmático de ello es la utilización en Estados Unidos de *Goldman Sachs* como banco de referencia para efectuar las diversas rondas de QE llevadas a cabo por la Reserva Federal en la última década.

De este modo el Banco Central logra aumentar la base monetaria¹, que está compuesta por el dinero en circulación más los depósitos de la banca privada en el Banco Central. Estos depósitos son controlados por el Banco Central mediante el llamado Coeficiente de Caja, un instrumento anti cíclico que persigue limitar el riesgo por liquidez de la banca, exigiendo

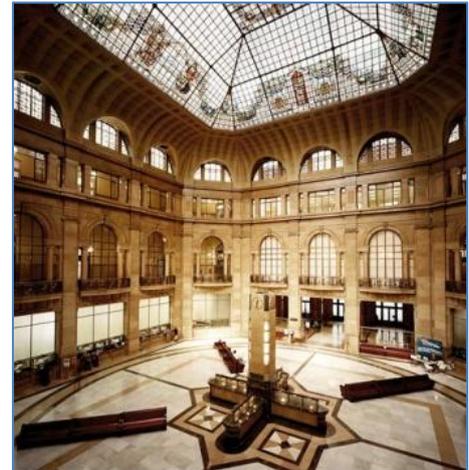
¹ La base monetaria es el modo principal en el que la Autoridad Monetaria afecta la oferta de dinero en la economía, aumentando o disminuyendo la base monetaria a través del coeficiente de caja y las operaciones de mercado abierto (compras o ventas de deuda soberana).

depositar un porcentaje de los depósitos del pasivo de cada banco privado en una cuenta del Banco Central.

Al mismo tiempo, al impulsar los tipos de interés a la baja, se potencia el llamado *carry trade*, que supone tomar fondos prestados en el país que practica *QE*, donde los tipos tendrán una tendencia a la baja, financiando con estos fondos inversiones en países que no practican *QE*, lo cual supone vender la divisa del país prestamista para comprar la divisa del país en el que se realiza la inversión, provocando un nuevo ciclo de devaluación de la moneda.

El *QE* debe ser, por tanto, una herramienta excepcional y de corto plazo para impulsar o restringir la actividad económica, la inversión y el crédito, al mismo tiempo que potencia la inflación, un efecto especialmente perseguido en economías inmersas en deflación, como la japonesa.

En efecto, la *Flexibilización Cuantitativa* es una de las herramientas más efectivas para luchar contra la deflación, especialmente en épocas históricas con tasas de interés cercanas a cero, que limitan la maniobrabilidad de política monetaria. La deflación tiene efectos perniciosos de cara a la financiación del sector público, ya que aumenta el valor real del dinero en función del tiempo y dificulta las posibilidades de atender el servicio de la deuda, al reducirse los ingresos públicos recaudados a través de los tributos, manteniéndose invariable el principal de deuda soberana². El Quantitative Easing ha servido en los últimos años para impulsar el consumo y el crecimiento, especialmente cuando los tipos de interés están cercanos a cero.



Patio central del Banco de España
en Madrid

EL DESARROLLO DEL CONCEPTO DE QUANTITATIVE EASING

La estrategia de comprar bonos públicos propios por parte de la autoridad monetaria de un determinado estado es antigua, no obstante, el concepto de *Quantitative Easing*, concebido como un instrumento de política monetaria expansiva cuando la capacidad de maniobra del Banco Central está muy restringida, es algo relativamente novedoso.

² En este sentido, el análisis keynesiano alerta de la posibilidad de caer en la llamada trampa de la liquidez, en la que nuevas inyecciones de capital en el sistema financiero no llevarían a un mayor consumo e inversión y con ellos, a una mayor demanda agregada. Ésto es debido a que la población espera que se produzca deflación, guerra o algún otro fenómeno adverso, por lo que prefiere conservar el dinero antes que gastarlo o invertirlo.

La primera referencia al concepto como tal la realiza el Banco Central de Japón en el año 2001, tras haber empleado la compra de bonos soberanos durante todo el ejercicio anterior para guiar a la banca privada hacia la concesión de préstamos por los mayores stocks de tesorería obtenidos durante el programa de *QE*, activando así el consumo y la inversión.

Este planeamiento de Política Monetaria se sigue empleando durante más de una década hasta nuestros días, anunciando el Gobernador del Banco de Japón un plan de recompra de



Nueva sede en construcción del Banco Central Europeo en Frankfurt AM

deuda de 1,3 billones de dólares a principios del año 2013. Con este esquema de *QE* se persigue duplicar la masa monetaria en los próximos dos años en Japón, con el objetivo de alcanzar una inflación del 2% interanual³.

En palabras de *Heizo Takenaka*, asesor del Primer Ministro japonés *Shinzo Abe*, la política económica de Japón se puede resumir en tres frentes principales, una política monetaria expansiva para vencer la pertinaz deflación, dónde se incluiría el

Quantitative Easing, una política fiscal flexible que contempla estímulos al crecimiento en el corto plazo y un enfoque global hacia el crecimiento económico⁴.

En los Estados Unidos las diferentes rondas de *QE* han tenido una repercusión si cabe mayor que en Japón. Antes de 2007, la Reserva Federal registraba en su balance *Treasury Bonds* por importe de setecientos mil millones de dólares, mientras que para 2012 el objetivo era de 2,1 billones de dólares, lo cuál da una idea del flujo monetario inyectado en la banca privada estadounidense.

La primera ronda de *QE* en Estados Unidos comienza a finales de 2008, cuando la FED compra seiscientos mil millones de dólares en bonos del tipo *Mortgage Backed Securities*, hasta junio de 2010 en que se detiene el programa, para continuar activamente a partir de agosto de 2010.

³ Ver The Guardian, *Japan aims to Jump-Start Economy with \$1.4tn of Quantitative Easing*. 4.ABR.13, disponible online en <http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/04/japan-quantitative-easing-70bn>, fecha de la consulta 4.JUN.13.

⁴ Algo que se ha venido a denominar *Abeconomics*. Ver *Abeconomics and the Resurgence of Japan's Economy*, International Institute for Strategic Studies, 25.MAR.13, disponible en <http://www.iiss.org/en/events/events/archive/2013-5126/march-ea59/abonomics-and-the-resurgence-of-japans-economy-7e95>, fecha de la consulta 22.JUL.13.

En noviembre de 2010 se anuncia una segunda ronda de *QE*, acuñándose entonces el término *QE2*. La Reserva Federal comienza entonces la compra de seiscientos mil millones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense en el segundo semestre de 2011⁵. Una tercera ronda de *QE* es aprobada casi por unanimidad en septiembre de 2012 por la *FED*, con un horizonte temporal de cuarenta mil millones de dólares cada mes, incrementándose hasta 85 mil millones de dólares al mes a finales de 2012 y replegándose a los 65 mil millones al mes con la tendencia positiva del desempleo registrada en Estados Unidos durante 2013.

El programa de *QE* del gobierno británico ha sido igualmente de gran magnitud, comprando bonos emitidos por cualquier administración pública del país y de algunas empresas e incluso permitiendo a la banca privada recomprar bonos soberanos con la liquidez obtenida. El *QE* del Banco de Inglaterra ha supuesto desembolsos de ciento sesenta y cinco mil millones de libras esterlinas en 2009 y ciento setenta y cinco millones de libras esterlinas en 2010, añadiéndose una nueva ronda de *QE* a finales de 2010 por un importe de doscientos cincuenta mil millones de libras. En 2011 se inyectan nuevamente setenta y cinco mil millones de libras⁶, continuando en la misma línea hasta la fecha de terminación de éste trabajo. El Banco Central Europeo, en contraposición, ha tenido una utilización del Quantitative Easing a un nivel muy inferior.



Sede del Banco de España en la calle
Alcalá de Madrid

LA GENERALIZACIÓN DE ESTRATEGIAS DEVALUATORIAS DEL TIPO DE CAMBIO

En la actualidad, siguiendo la estela del Banco de China, varios países desarrollados se han embarcado en políticas monetarias que se podrían encuadrar en un esquema devaluatorio de la propia divisa con la meta de impulsar sus exportaciones y con ellas el crecimiento económico.

Es habitual encontrar posturas contrarias⁷ al *Quantitative Easing* entre los países en desarrollo, cuya principal ventaja competitiva en las últimas décadas se encuentra en las exportaciones, debido al menor coste de los factores productivos, pero sobre todo, debido a

⁵ Ver CNN Money, *QE2: FED Pulls the Trigger*, 3.NOV.10, disponible en http://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm, fecha de la consulta 22.JUL.13.

⁶ Ver BBC, *Bank of England injects further 75K pounds into economy*, 6.OCT.11, disponible en <http://www.bbc.co.uk/news/business-15196078>, fecha de la consulta 26.JUL.13.

⁷ Tal vez la postura más crítica con el programa de Quantitative Easing estadounidense es la mantenida con Brasil, que en numerosas ocasiones ha manifestado su oposición a través de diferentes líderes gubernamentales. Ver The Telegraph, *Brazil President Dilma Rouseff blasts Western QE as 'Monetary Tsunami'*, disponible en <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/9196089/Brazil-president-Dilma-Rouseff-blasts-Western-QE-as-monetary-tsunami.html>, fecha de la consulta 16.JUL.13.

su favorable tipo de cambio y que ven en los programas de *QE*, liderados por Estados Unidos, una forma de limitar sus exportaciones y con ellas sus tasas de crecimiento económico, muy superiores a las de países más desarrollados⁸.

Aunque el Quantitative Easing no es la medida más directa si se desea influir en el tipo de cambio, sí existen productos colaterales del *QE* que pueden inducir una devaluación del tipo de cambio. Esto se produce por la señal de posible aumento de la inflación y por tanto el desaliento a compradores extranjeros de adquirir la divisa, debido a la pérdida de valor real que experimentará, algo que se ve acentuado por los ataques que sufriría la moneda por



Sede del Banco de la Reserva Federal de Chicago

parte de especuladores mediante derivados y otros instrumentos menos sofisticados.

En Estados Unidos, la señal que lanza al mercado la *FED* es de un aumento paulatino del volumen de su programa de Quantitative Easing, no en vano hemos pasado de un *QE1* y *QE2* limitados en cuanto a su montante global, a un *QE3* ilimitado y vinculado únicamente a una mejora sustancial de la tasa de paro en Estados Unidos⁹. Al mismo tiempo, el Fondo

Monetario Internacional respalda ampliamente el Quantitative Easing, atribuyendo a esta estrategia el éxito en la lucha contra las crisis desatadas a partir de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, reduciendo los problemas de liquidez de las economías afectadas, aumentando la confianza en las instituciones privadas y reduciendo el stress general del sistema financiero¹⁰.

Por otro lado, son muchos los autores que señalan la evolución positiva del consumo en la economía estadounidense, siguiendo el ciclo compra de bonos por parte de la autoridad monetaria, transmisión de la inversión de los tenedores de bonos al mercado bursátil y posterior incremento de los precios de las acciones y por tanto de la riqueza de los hogares, impulsando así el consumo y la inversión y con ellos la demanda agregada, destacando en su

⁸ Como muestra del punto de vista sobre este asunto en los países menos desarrollados, es muy interesante el artículo *A World to win over*, del autor de origen indio *Sanhaya Baru*, publicado por el *IISS*, ver <http://www.iiss.org/en/iiss%20voices/blogsections/iiss-voices-2013-1e35/july-2013-a513/a-world-to-win-over-bad9>, fecha de la consulta 29.JUL.13.

⁹ La tasa de paro en EEUU a fecha de terminar este trabajo era del 7,6%. Ver United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, *Databases, Tables & Calculators by Subject*, disponible en <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>, fecha de la consulta 21.JUL.13.

¹⁰ Ver KLYUEV, Vladimir, de IMUS, Phil, *et al*, Fondo Monetario Internacional, *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*, 4.NOV.09, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>, fecha de la consulta 27.JUL.13.

gran mayoría los conocidos riesgos que tiene un esquema heterodoxo de Política Monetaria como el Quantitative Easing.

LOS RIESGOS DEL QUANTITATIVE EASING

Como cualquier actuación a nivel macroeconómico, el Quantitative Easing comporta riesgos que deben ser tomados en consideración para poder predecir y plantear planes de contingencia en caso de producirse desequilibrios económicos importantes. En primer lugar tenemos el riesgo de infravalorar la capacidad impulsora de la inflación del QE, de modo que la tasa de inflación se eleve a niveles excesivos, destruyendo la inversión y el ahorro de modo que los efectos expansivos del QE se vean contrarrestados por los efectos contractivos de una inflación excesiva.

Otro peligro importante se produce cuando, una vez llevada a la práctica una ronda de QE, los bancos no otorgan el crédito esperado por la nueva entrada de fondos, de modo que la política monetaria expansiva no se traslada al resto de la economía por falta de confianza en el propio mercado. Un ejemplo paradigmático de crisis de confianza fue el cierre de facto del mercado interbancario tras las primeras quiebras y rescates de bancos como *Lehman Brothers*, *Fredie Mac* y *Bearn Stearns*.



El Banco Central de la República Popular China es la autoridad monetaria en la China Continental

Ligado a esta falta de confianza, tenemos también el riesgo de que la banca privada invierta los fondos obtenidos en países emergentes o en materias primas, en lugar de conceder créditos en el mercado nacional, es el llamado *Capital Flight*. Contra este riesgo se pronuncia la *Estrategia de Seguridad Nacional de los Estados Unidos*, que plantea en su apartado III¹¹ la necesidad de luchar contra las amenazas a la estabilidad del sistema financiero internacional, al mismo tiempo que alerta sobre la importancia de prevenir la inestabilidad en la Economía Global, marcada por el crecimiento asimétrico de las economías.

Un riesgo más es el aumento de la desigual distribución de la riqueza, beneficiando a las rentas más altas, especialmente debido a la inversión bursátil de los fondos obtenidos por la

¹¹ Ver Presidencia de los Estados Unidos, *National Security Strategy*, disponible en http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/rss_viewer/national_security_strategy.pdf, fecha de la consulta 27.JUL.13.

banca en el QE por parte de la banca¹², lo cuál incrementa el precio de las acciones, algo que beneficia a inversores bursátiles ya establecidos.

Por otro lado, existe la posibilidad de que la propia moneda, especialmente si hablamos del Dólar o del Euro, pero también, cada vez más del yuan renmimbi, vea peligrar su carácter de moneda de reserva global y por tanto su utilización por parte de países en desarrollo como



Sede del Sistema de la Reserva Federal en Washington

divisa de reserva de su Banco Central. Esto se produce en particular si la inflación aumenta por encima de lo esperado, con una pérdida de valor real muy acusada y poniendo en tela de juicio la vinculación de monedas de países en desarrollo al dólar, el euro o el renminbi, es decir, la Autoridad Monetaria pierde credibilidad¹³.

Por otro lado, son numerosos los mercados beneficiados por el QE y por tanto son también muchas las posibilidades de que alguno de ellos entrara en crisis si se retirara la inversión en Quantitative Easing, por ejemplo, el mercado de bonos¹⁴, que cuenta con una extraordinaria liquidez debido al QE en Estados Unidos y Gran Bretaña, o el mercado secundario de acciones, beneficiario del exceso de liquidez obtenido por la banca privada. Una crisis en cualquiera de estos mercados tendría consecuencias muy negativas en el consumo, la financiación de las empresas y la estabilidad financiera en general, un peligro contra el que la *Estrategia Española de Seguridad* alerta dentro de sus Ámbitos de Actuación, en concreto el de la Seguridad Económica y Financiera, que persigue un modelo económico sostenible, mitigar los desequilibrios de los mercados, luchar contra las actividades delictivas, potenciar la presencia económica internacional de España y garantizar la resiliencia de los servicios esenciales económicos y financieros¹⁵.

¹² Ver FRANK, Robert, CNBC, *Does Quantitative Easing mainly help the rich?*, 14.SEP.12, disponible online en <http://www.cnbc.com/id/49031991>, fecha de la consulta 16.JUL.13.

¹³ Ver JOYCE, Michael *et al*, Bank of England, Quarterly Bulletin 2012 Q1, *Quantitative Easing and other unconventional Monetary Policies: Bank of England Conference Summary*, disponible online en <http://www.bankofengland.co.uk/publications/documents/quarterlybulletin/qb120104.pdf>, fecha de la consulta 16.JUL.13.

¹⁴ Si se produjera un exceso de oferta masivo de bonos a largo plazo (escenario contrario al conseguido con el QE), los tipos de interés repuntarían al alza, provocando un empeoramiento de las condiciones de financiación de las empresas y un deterioro del consumo, efecto diametralmente contrario al perseguido con una política de *Flexibilización Cuantitativa*.

¹⁵ Ver Departamento de Seguridad Nacional, Ministerio Presidencia, *Estrategia Española de Seguridad*, disponible en http://www.ieeee.es/Galerias/fichero/OtrasPublicaciones/Nacional/Estrategia_Seguridad_Nacional_2013.pdf, fecha de la consulta 21.JUL.13.

Pero entre todos los riesgos señalados, existe uno que por su potencial debe ser analizado en mayor profundidad si cabe, el riesgo de caer en una devaluación competitiva generalizada que, impulsada por el proteccionismo, cree incertidumbre sobre el tipo de cambio y destruya el comercio internacional, del mismo modo a como ocurrió en los años anteriores a la II Guerra Mundial. Tras la *Gran Depresión* que siguió al *Crash del '29*, muchos países abandonaron el patrón oro, lanzándose a una carrera devaluatoria que perseguía impulsar las exportaciones mejorando la competitividad internacional¹⁶ de las empresas nacionales¹⁷. Esta política no logró sus objetivos de crecimiento debido a la imitación de otras economías, sin embargo, redujo drásticamente el comercio internacional debido a las fluctuaciones en los tipos de cambio, con el consiguiente perjuicio al crecimiento económico.

Llegados a este punto, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Bélgica, Suiza y Países Bajos llegan en septiembre de 1936¹⁸ al llamado *Acuerdo Tripartito*, para estabilizar el tipo de cambio de sus divisas. El acuerdo termina la llamada *devaluación competitiva*¹⁹, al menos entre las naciones firmantes, sin embargo fracasa en la recuperación del comercio internacional.

Un efecto parecido se produce con el *Quantitative Easing*, si todas las economías desarrollan su propio programa de *QE*²⁰, se produce un juego de suma cero, ya que no todas las divisas pueden caer respecto a las demás, de modo que los resultados esperados en cuanto a devaluación de la propia moneda no se producen y sí, en cambio, una inestabilidad del tipo de cambio, que puede detraer a los importadores del comercio internacional, provocando una no deseada disminución del mismo y con él, de la actividad económica de cada país.

CONCLUSIONES

Parece claro que la política monetaria expansiva, en modo de *Quantitative Easing* u otros análogos, está calando hondamente en La República Popular China, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos, lo cual supone el 65% de la economía mundial, sin tomar en consideración a otros países en vías de desarrollo que puedan estar siguiendo la misma línea.

¹⁶ Para poner el escenario en contexto, durante la gran depresión la Alemania de Adolf Hitler practica una política monetaria híper expansiva, simplemente imprimiendo moneda para pagar su deuda, por ejemplo a través de los pagarés *Mefo-Wechsel*, con la consiguiente devaluación de la divisa, logrando el mayor descenso del desempleo durante la *Gran Depresión*.

¹⁷ Curiosamente entonces la devaluación monetaria sigue a una gran crisis financiera, del mismo modo a como el *Quantitative Easing* ha seguido la gran crisis financiera de 2008-2013.

¹⁸ Tras el estallido de la Guerra Civil Española.

¹⁹ La denominación inglesa es reseñable, *Currency War*.

²⁰ En este caso, es preciso destacar que el programa de QE de la Unión Europea no ha sido comparable al de Estados Unidos o Gran Bretaña, al tiempo que las crisis de deuda soberana han aflorado precisamente en la Eurozona (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, Francia, etc).

Del mismo modo, una política tradicionalmente heterodoxa de Política Monetaria como el *QE*, se ha ido transformando paulatinamente en una estrategia común entre los grandes bancos centrales para hacer frente a la crisis financiera de los últimos años, pero también para aumentar la competitividad de las economías occidentales en un contexto de comercio internacional marcado por el liderazgo chino, cuyas exportaciones de bienes duplican las de Estados Unidos, según datos de la Organización Mundial del Comercio²¹, cimentando ese liderazgo en una divisa tradicionalmente devaluada durante las últimas cuatro décadas y en un sistema financiero totalmente controlado por el estado.

Según algunos autores, el uso del Quantitative Easing por parte de Estados Unidos, sería simplemente una respuesta a la pertinaz negativa de la República Popular China a dejar flotar libremente el precio del yuan renminbi²² en el mercado de divisas, a pesar de los numerosos acercamientos en este sentido del gobierno americano.

En los últimos años ha surgido el debate, especialmente entre Estados Unidos y la República Popular China, de la forzada devaluación del yuan renminbi respecto al dólar y a otras monedas, hasta cierto punto, se podría hablar de un *proxy war* de corte económico. Numerosos autores²³ han destacado este hecho, velado por la opaca política financiera de la RPC, cuyas entidades financieras son en su totalidad propiedad del estado.

El hecho de mantener la divisa devaluada incumpliría el artículo XV²⁴ del *General Agreement on Tariffs and Trade*, el pilar básico sobre el que se apoya el comercio internacional desde la II Guerra Mundial, uno de los tratados fundamentales sobre los que se asienta la estabilidad económica desde ese momento y una de las exigencias innegociables de los Estados Unidos desde los comienzos del conflicto. Otro tratado que se estaría incumpliendo es el *Articles of Agreement*, carta fundacional del Fondo Monetario Internacional, que establece en su

²¹ Ver Organización Mundial del Comercio, *Short-Term Trade Statistics, Quarterly Merchandise Value*, disponible en http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/short_term_stats_e.htm, fecha de la consulta 21.JUL.13.

²² El renminbi estaría devaluado entre un 20% y un 40% sobre el dólar USA, según cálculos de diversos autores. Ver Li, Hao, *International Business Times*, 25.OCT.13, *Did US and China Strike a Currency Deal?*, disponible en <http://www.ibtimes.com/did-us-china-strike-currency-deal-246728>, fecha de la consulta 28.JUL.13.

²³ Entre otros críticos estarían, Ben Bernanke, presidente de la FED, ver *Business Insider*, *Bernanke backhands China, criticizes countries that undervalue their currencies*, disponible en <http://www.businessinsider.com/bernanke-backhands-china-criticizes-countries-that-undervalue-their-currencies-2010-11#ixzz1JdmNfJkE>, fecha de la consulta 27.JUL.13. Otro notable crítico de la política de tipo de cambio China es el premio nobel de economía Paul Krugman, ver *Taking on China*, disponible en http://www.nytimes.com/2010/03/15/opinion/15krugman.html?_r=0, fecha de la consulta 28.JUL.13.

²⁴ Ver Organización Mundial del Comercio, *General Agreement on Tariffs and Trade*, disponible en http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/gatt47_e.pdf, fecha de la consulta 27.JUL.13.

artículo XIV²⁵ la obligatoriedad de no manipulación de los tipos de cambio de los países así como su sistema financiero para obtener una ventaja competitiva desleal en sus exportaciones.

Mientras que la República Popular China ha sido un país con un peso económico anecdótico y todavía en desarrollo, se ha minimizado la importancia relativa de su programa de subvención a las exportaciones a través del tipo de cambio, pero ahora que nos encontramos con la segunda superpotencia global, parece lógico que éstas contradicciones afloren.

El esquema de Quantitative Easing estadounidense goza de buena salud y, salvo que se produzca algún vuelco macroeconómico, como por ejemplo un repunte de la inflación, continuará algún tiempo²⁶. Se podría decir que en la actualidad hemos pasado de un paradigma económico internacional en el que la libre formación de precios de las divisas en el mercado era la tónica dominante, siendo la excepción el intervencionismo sobre el precio de la propia divisa, a un nuevo paradigma en el que, en mayor o menor medida, nos encontramos con diversas estrategias de intervención devaluatoria.

Será preciso coordinar a mayor nivel la acción de los bancos centrales, especialmente el Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y la Reserva Federal, para que no se repitan asimetrías en el mercado internacional de bonos, que supone la mayor parte del mercado de deuda pública en la Unión Europea. De este modo se logrará que no se produzca un efecto preferencia por los bonos estadounidenses e ingleses debido a su sostenido programa de Quantitative Easing, que potencia el *spread* de prima de riesgo en la Eurozona e impulsaría crisis de financiación de los estados en Europa Continental.

En otro orden de cosas, parece evidente que es preciso incluir a la *República Popular de China* entre los países más importantes desde el punto de vista económico, en aras a mantener la estabilidad financiera internacional. Tradicionalmente este grupo de estados ha sido el G-7²⁷, el grupo de países más industrializados, que se reúnen periódicamente para coordinar sus políticas económicas. Siendo la República Popular China el segundo país por

²⁵ Ver Fondo Monetario Internacional, *Convenio Constitutivo del FMI*, disponible en <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>, fecha de la consulta 27.JUL.13.

²⁶ En palabras de Ben Bernanke, Gobernador de la Reserva Federal americana ante el comité bancario del Congreso (Senado y Cámara Baja), [*...with unemployment still high and declining only gradually, and with inflation running below our longer-run objective, a highly accommodative monetary policy will remain appropriate for the foreseeable future...*]. Ver US News-Economic Intelligence, *What Ben Bernanke Said*, 19.JUL.13, disponible en <http://www.usnews.com/opinion/blogs/economic-intelligence/2013/07/19/what-federal-reserve-chairman-ben-bernanke-said-about-quantitative-easing>, fecha de la consulta 21.JUL.13.

²⁷ El G7 está compuesto por EEUU, Francia, Gran Bretaña, Alemania, Italia, Canadá y Japón, mientras que el G8 sumaría Rusia a la lista.

Gregorio Álvarez Rubial

Producto Interior Bruto del mundo, debería estar en este grupo y, al mismo tiempo, se le deberían exigir los mismos estándares financieros, monetarios y económicos que al resto de miembros, para garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional y evitar crisis económicas que han sido en el pasado factores de riesgo de conflictos a mayor escala.

i

*Gregorio Álvarez Rubial***CAP. INT.*

***NOTA:** Las ideas contenidas en los *Documentos de Opinión* son de responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.