

ARBITRATGE I ESPECULACIÓ

<http://en.wikipedia.org/wiki/Speculation>

Arbitratge

- L'arbitratge es refereix al conjunt d'operacions de compra i venda que es duen a terme per a obtenir un guany econòmic sense risc aprofitant la diferència de preu d'un mateix bé o actiu financer a mercats diferents.

Especulació

- L'arbitratge es diferencia de l'especulació en el fet que les operacions de compra i venda per part d'un especulador comporten algun tipus de risc. L'arbitratgista no assumex cap risc: tots els elements que dicten la decisió són coneguts.

Arbitratge espacial

- L'arbitratge espacial fa referència a la compravenda d'una moneda en diferents llocs. Suposem que a Londres la taxa de canvi entre el dòlar i l'euro és 2 \$/€ i que, a Nova York, és de 3 \$/€. L'arbitratgista compraria l'euro on és "barat" (a Londres, on comprar un euro requereix dos dòlars) i el vendria on és "car" (a Nova York, on es reben tres dòlars per cada euro).

- Per a il·lustrar l'operació amb les taxes anteriors, suposem que tenim 1 €. El venem a Nova York i aconseguim 3 \$. Aquests 3 \$ els venem a Londres i obtenim 1'5 €. El resultat és un guany net i segur de 0'5 €. Aquesta estratègia de compra i venda es pot replicar una vegada i una altra, generant-se la seqüència de transaccions

$$1 \text{ €} \rightarrow^{\text{NY}} 3 \text{ \$} \rightarrow^{\text{LON}} 1'5 \text{ €} \rightarrow^{\text{NY}} 4'5 \text{ \$} \rightarrow^{\text{LON}} 2'25 \text{ €} \rightarrow^{\text{NY}} 6'75 \text{ \$} \rightarrow^{\text{LON}} 3'375 \text{ €} \dots$$

- En comprar euros a Londres, contribuïm a desplaçar cap a la dreta la funció de demanda d'euros a Londres. Com més arbitratgistes s'hi afegeixin, més es desplaçarà la funció cap a la dreta i més augmentarà la taxa de canvi dòlar/euro a Londres. En vendre euros a Nova York, contribuïm a desplaçar cap a la dreta la funció d'oferta d'euros a Nova York. Com més arbitratgistes s'hi afegeixin, més es desplaçarà la funció cap a la dreta i més disminuirà la taxa de canvi dòlar/euro a Nova York. A la llarga (potser en qüestions de minuts, ateses les facilitats per a realitzar aquestes transaccions), la taxa de canvi a tots dos llocs coincidirà amb un valor entre 2 i 3 \$/€. Quan els valors coincideixin, les oportunitats d'obtenir beneficis mitjançant l'arbitratge desapareixen.

Arbitratge triangular

- L'arbitratge triangular fa referència a la compravenda de tres o més divises per a treure profit de la possible inconsistència de les taxes de canvi bilaterals.

- Per exemple, suposem que taxa de canvi dòlar/euro és 2 \$/€, que la taxa de canvi ien/dòlar és 3 ¥/\$ i que la taxa de canvi ien/euro és 4 ¥/€. Aquestes taxes són inconsistentes, perquè la taxa directa ien/euro de 4 ¥/€ és diferent a la taxa ien/euro indirecta a través del dòlar: les taxes 2 \$/€ i 3 ¥/\$ impliquen 6 ¥/€. L'arbitratge triangular permet corregir la inconsistència, com sempre comprant una moneda on és "barata" i venent-la on és "cara".

• Prenguem 1 €. El venem a canvi de 2 \$. Aquests els venem a canvi de 6 ¥. Finalment, aquests iens els venem a canvi d'euros i tanquem el circuit amb 1'5 €. D'aquesta manera hem transformat sense cost 1 € en 1'5 €. Però les accions fetes per a aprofitar les oportunitats de guany segur tendeixen a corregir la inconsistència de les taxes.

$$1 \text{ €} \rightarrow^{2\$/\text{€}} 2 \text{ \$} \rightarrow^{3\text{¥}/\$} 6 \text{ ¥} \rightarrow^{4\text{¥}/\text{€}} 1'5 \text{ €}$$

Q1. Explica com l'arbitratge triangular tendeix a corregir la inconsistència de les taxes de canvi de l'exemple anterior. En concret, analitza quin efecte provoca l'activitat dels arbitratges sobre la taxa de canvi $\$/\text{€}$, $\text{¥}/\$$ i $\text{¥}/\text{€}$.

Q2. Segons s'ha raonat a l'exemple anterior, la seqüència de canvis $\text{€} \rightarrow \$ \rightarrow \text{¥}$ genera una guany segur. Quin resultat produeix la seqüència de canvis $\text{€} \rightarrow \text{¥} \rightarrow \$$? De les quatre seqüències restants, quines altres generen un guany segur?

Q3. Quines modificacions de les taxes de canvis són previsible que causi l'arbitratge triangular amb les taxes 10 $\$/\text{€}$, 0'5 $\text{¥}/\text{€}$ i 0'05 $\text{¥}/\$$?

Q4. Si la taxa de canvi dòlar/euro és 20 $\$/\text{€}$ i la taxa de canvi ien/euro és 10 $\text{¥}/\text{€}$, quina és previsiblement la taxa de canvi ien/dòlar? Si el dòlar s'aprecia en relació amb l'euro i el ien es deprecia en relació amb l'euro, és previsible que s'aprecii o es deprecii el dòlar en relació amb el ien?

Q5. Explica de quina manera aconseguir, mitjançant la compra i venda de divises, la màxima quantitat d'euros si: (i) es tenen 100 €, 30 \$ i 50¥; (ii) la taxa de canvi dòlar/euro és 2

$\$/\text{€}$; (iii) la taxa de canvi euro/ien és 5 $\text{€}/\text{¥}$; i (iv) la taxa de canvi ien/dòlar és 0'2 $\text{¥}/\$$.

Q6. En quin cas es produiria arbitratge triangular?

- (a) 2 $\$/\text{€}$, 2 $\text{€}/\text{¥}$ i 0'25 $\text{¥}/\$$
- (b) 0'5 $\text{€}/\$$, 2 $\text{€}/\text{¥}$ i 4 $\text{¥}/\$$
- (c) 2 $\$/\text{€}$, 0'5 $\text{¥}/\text{€}$ i 0'25 $\text{¥}/\$$
- (d) A cap cas dels anteriors

Q7. Per què si la taxa de canvi dòlar/euro a Nova York és 10 $\$/\text{€}$ és raonable preveure que la taxa de canvi euro/dòlar a Londres sigui de 0'1 $\text{€}/\$$?

Q8. Reus i Tarragona són països independents cadascú amb moneda pròpia, el reuro i el tarragòlar, respectivament. La taxa d'interès anual a Reus és del 10%. A Tarragona, la taxa d'interès anual és del 5%. Suposem que tenim 1 reuro. Quina hauria de ser la taxa de canvi entre el reuro i el tarragòlar per a què els resultats, al cap d'un any, de les dues següents operacions siguin iguals?

- Operació 1: prestar el reuro a Reus.
- Operació 2: canviar el reuro per tarragòlars, prestar els tarragòlars a Tarragona i després canviar els tarragòlars per reuros.

Especulació al mercat de divises

• El següent exemple il·lustra l'activitat especulativa al mercat de divises. Sigui la taxa de canvi dòlar/euro igual a 2 $\$/\text{€}$. Imaginem que expecto que demà la taxa serà d'1'9 $\$/\text{€}$. Per tant, la meva expectativa és que l'euro es depreciarà un 5% en relació amb el dòlar. Suposem que la taxa d'interès diària és un 3%. Si la meva expectativa és correcta, puc fer-me milionari d'avui per demà de la següent manera.

• Demano avui un préstec de, per exemple, 100 milions d'euros, de manera que demà hauré de tornar els 100 milions amb uns interessos de 300.00 euros. Venc avui mateix els euros a la taxa 2 $\$/\text{€}$ i aconseguixo 200 milions de dòlars. M'espero a demà. Podria llogar els dòlars per un dia, però no em prenc la molèstia. Arriba demà. Atès que la meva expectativa era correcta, l'encerto i la taxa és 1'9 $\$/\text{€}$. A aquesta taxa, puc vendre els meus 200 milions de dòlars i aconseguir

105.263.157 euros (els prop de 90 cèntims els deixo com a propina). Torno els 100 milions del préstec més els interessos de 300.000 euros. I, per a rematar un dia tan esgotador, m'emporto a un paradís fiscal (dels pocs que ja quedin) el romanent: 4.963.157 euros.

Short selling

• L'estratègia anterior s'anomena *short selling* (venda curta, venda al descobert o *going short*) i és la pràctica consistent en vendre un actiu (que generalment no tens) amb la idea de tornar-lo a comprar després a un preu inferior i guanyar la diferència.

• Per exemple, el preu d'una acció de Telefónica a les 9:43 del 26 de gener de 2010 era¹ de 17'70 € (a les 9:32 del 24 de març del 2009 era de 15'13 €). Suposem que expectem que el preu un dia després serà de 13 €. Suposem també que es pot manllevar una acció de Telefónica a un dia per 1 €. Aleshores, una estratègia de venda al descobert consistiria en demanar a préstec el 26 de gener, posem per cas, 10.000 accions a tornar al dia següent. Les accions es vendrien en aquell moment al preu de 17'70 € per acció i s'obtidrien 177.000 €. Si al dia següent el preu efectivament cau fins a 15 €, es compren les 10.000 accions que cal retornar per 150.000 €. Resten 27.000 €, amb els quals es paga el deute de 10.000 € pel préstec d'accions i resulta un benefici net de 17.000 €.

http://en.wikipedia.org/wiki/Short_selling

• L'estratègia del *short selling* s'oposa a l'estratègia del *going long*, on un actiu es compra perquè s'espera que el seu preu s'apugui. La pràctica del *short selling* es troba darrere les crisis canviàries més recents, la del Sistema Monetari Europeu al 1992 i la del Sud-est asiàtic al 1997. Al setembre del 2008, es van fixar restriccions a la venda al descobert per a limitar la volatilitat dels mercats.

http://en.wikipedia.org/wiki/Short_selling#Short_selling_restrictions_in_2008

Sistemes canviaris

• Hi ha dos sistemes canviaris de bàsics: un sistema de taxa fixa i un sistema de taxa de canvi flexible (o flotant). En un sistema de taxa de canvi fixa el Govern tria un valor de la taxa de canvi i, a través del Banc Central, intervé al mercat de divises, comprant o venent moneda estrangera (= divises), per a què la taxa de canvi coincideixi amb la taxa de canvi triada. En un sistema de taxa de canvi flexible el Govern no intervé al mercat de divises i permet que la taxa de canvi es determini lliurement. Els altres sistemes canviaris són una combinació dels dos anteriors. Per exemple, en un sistema de taxa de canvi fixa amb bandes de fluctuació, la taxa de canvi és flotant només dins d'una banda de fluctuació (per exemple, un 5% amunt o avall un valor de referència escollit).

Política canviària

• La política canviària consisteix en escollir un sistema canviari i gestionar la taxa de canvi d'acord amb el sistema seleccionat. Generalment, la política canviària s'ha de coordinar amb la política monetària. De fet, la renúncia a adoptar una taxa de canvi flexible típicament es fa quan la política canviària pretén donar un cop de mà a la política monetària per a estabilitzar la taxa d'inflació. La raó és que quan una moneda es deprecia importa inflació, ja que una depreciació encareix el preu (en moneda domèstica) de les importacions.

¹ http://www.ahorro.com/acnet/fichas/ficha_valor.acnet/isin/ES0178430E18/marketCode/09/submarketId/09.html

Intervenció del Banc Central (BC) al mercat de divises

• La Fig. 1 il·lustra la intervenció al mercat de divises per a garantir una taxa de canvi desitjada. Suposem que el BC no actua regularment al mercat de divises. Això vol dir que el BC no es troba entre els agents que hi ha darrere les funcions d'oferta i demanda d'euros de la Fig. 1. La taxa de canvi fixa és e' .

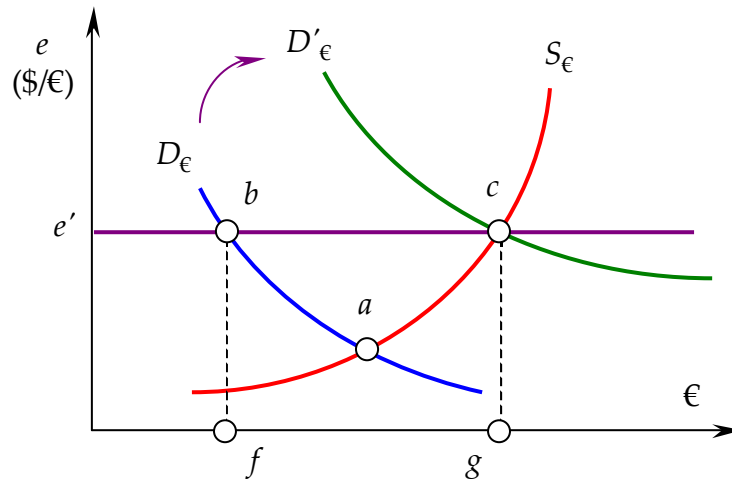


Fig. 1. Actuació del Banc Central per a garantir una taxa de canvi fixa

• Imaginem que el mercat estableix que el valor és inferior: la taxa de canvi corresponent a l'equilibri de mercat la determina el punt a . El compromís d'una taxa de canvi fixa implica que el BC (que és el dipositari de les divises) hagi d'intervenir com un agent més al mercat de manera que porti l'equilibri de mercat al llarg de la recta traçada sobre la taxa e' . Si el mercat se situa al punt a , l'objectiu del BC és portar l'equilibri de mercat des del punt a fins al punt c . La intervenció es concretaria en un desplaçament a la dreta de la funció de demanda d'euros, des de $D_€$ fins a $D'_€$. El cost en dòlars de la intervenció és l'àrea del rectangle $bcfg$.

• En principi semblaria que el BC pot aconseguir el seu objectiu de dues maneres: desplaçant la funció d'oferta d'euros a l'esquerra (fins al punt b) o desplaçant la funció de demanda d'euros a la dreta (fins al punt c). Però la primera mesura no és factible, perquè el BC no pot obligar als qui ofereixen euros a oferir-ne menys. Així que, per a fer pujar el valor de l'euro, el BC ha de comprar euros. La decisió de comprar d'euros implica dues coses: primer, la funció de demanda d'euros es desplaça a la dreta; i segon, els euros es compren venent a canvi dòlars.

• Aquest tipus d'intervenció no es pot dur a terme de manera permanent, perquè el BC té un volum limitat de divises (dòlars, en aquest cas). Així que, per al període següent, si el mercat torna a portar a un punt com l' a , el BC haurà de tornar a vendre dòlars per a mantenir el valor de l'euro.

• Què pot provocar una persistent diferència entre la taxa fixa i la taxa que determina el mercat? Per exemple, que l'evolució de l'economia indueixi una depreciació de la taxa de canvi: creixement econòmic inferior a la resta del món, augments de preus superiors als de la resta del món o taxes d'interès a la baixa en relació amb la resta del món. Aquestes causes crearien una tendència persistent a la depreciació de l'euro. La decisió de mantenir la taxa de canvi implicaria forçar una sobrevaloració artificial de la moneda (l'euro).

Devaluació i revaluació de la taxa de canvi

• L'augment d'una taxa de canvi fixa s'anomena revaluació de la taxa de canvi. La disminució d'una taxa de canvi fixa s'anomena devaluació. Revaluació i devaluació d'una taxa de canvi són decisions polítiques. Apreciació i depreciació d'una taxa de canvi és el resultat de les decisions dels compradors i venedors de divises. La defensa d'una taxa de canvi fixa i les decisions de revaluació o devaluació defineixen les mesures més importants de política canviària.

Mecanismes de defensa d'un taxa de canvi fixa

• Els mecanismes de defensa d'una taxa de canvi fixa són els següents (ordenats de menys a més costosos, tant econòmicament com política).

- 1- PRUDÈNCIA.
- 2- Intervenir al mercat de divises comprant i venent divises.
- 3- Imposar controls de canvis, restringint la capacitat dels agents de comprar o vendre divises (per exemple, amb quotes a la importació).
- 4- Modificar la taxa d'interès a molt curt termini, per a influir en el moviments de capital a molt curt termini (les entrades de capital tendeixen a fer pujar la taxa de canvi).
- 5- "Ajustar" les macromagnituds per a què fer-les compatibles amb la taxa de canvi mitjançant la política econòmica. Per exemple, una taxa d'inflació sistemàticament superior a la taxa d'inflació exterior no és compatible a la llarga amb una taxa de canvi fixa.
- 6- Rebre ajuda, com crèdit extern (préstecs de divises d'altres Bancs Centrals per a finançar la intervenció al mercat de divises) o apel·lar a l'FMI (que fa de prestador internacional).
- 7- Rendir-se: re/devaluant o deixant flotar la taxa de canvi.

Arguments a favor d'un sistema de taxa de canvi fixa

• Una excessiva variabilitat de la taxa de canvi és font d'incertesa i inestabilitat i, per tant, perjudicial per als fluxos internacionals de béns i d'actius financers. Per als països econòmicament integrats, una taxa de canvi fixa facilita la presa de decisions econòmiques.

• Per a països amb problemes d'inflació, adoptar una taxa fixa fa creïble el compromís de lluitar contra la inflació. La raó és que si la taxa d'inflació creix, la pèrdua de competitivitat tendeix a depreciar la moneda i, pel compromís de la taxa de canvi fixa, el Banc Central ha d'intervenir venent divises. La venda de divises implica compra de moneda pròpia, fet que suposa reduir la massa monetària. La reducció de la massa monetària equival a una política monetària contractiva, la qual tendeix a reduir la taxa d'inflació.

Arguments a favor d'un sistema de taxa de canvi flexible

• El principal argument és que els mercats saben més bé que un govern quina és la taxa de canvi "apropiada". Encara que inicialment l'elecció de la taxa de canvi fixa no sigui descertada (sigui similar a la què establiria el mercat de divises), l'evolució de l'economia domèstica i l'estrangera poden crear una tendència a l'apreciació o la depreciació. Això fa que s'hagin de destinar mitjans i atenció a fer portar la taxa de canvi de mercat cap al valor fixat.

- A la llarga és previsible que la taxa de canvi s'hagi de modificar. Que la taxa de canvi a què tendeix el mercat de divises sigui diferent a la taxa de canvi fixa indica que l'economia està experimentant algun tipus de pertorbació o alteració que crea tensions sobre la taxa de canvi que no poden ser alleujades mitjançant la taxa de canvi (en ser fixa). Això obliga a què altres variables hagin de suportar l'ajustament.

- Per exemple, suposem que una economia aplica una política monetària expansiva, dissenyada amb l'objectiu de contribuir al creixement de la producció. Si les exportacions són una font important del creixement (com als països del sud-est asiàtic als 1980 i principis de 1990), una taxa de canvi fixa és una opció atractiva perquè protegeix els exportadors d'incerteses i de pertorbacions importants de la taxa de canvi. Suposem que s'adopta una taxa de canvi fixa. Si la política monetària expansiva es manté, la producció creixerà, però també la taxa d'inflació π . Si π és sistemàticament superior a la taxa d'inflació exterior π^* , al mercat de divises es genera una tendència a la depreciació. Aleshores, l'autoritat monetària haurà d'intervenir per a mantenir la taxa de canvi al nivell escollit.

- Aquesta intervenció elimina una de les solucions al problema que està patint l'economia: la pèrdua de competitivitat. La depreciació és una manera ràpida de recuperar-la, però fixar la taxa de canvi suposa renunciar a aquesta opció. Això condueix a què tot l'esforç per a recuperar la competitivitat l'hagin de fer els preus. Malauradament, la política expansiva tendeix a fer créixer els preus. Quan aquestes tensions esclaten es produeix una crisi canviària: l'autoritat no pot mantenir l'insostenible (política monetària expansiva, competitivitat i taxa fixa) i ha de cedir devaluant.

- Un altre argument a favor d'un sistema de taxa flotant és que, amb taxa flotant, tant el dèficit com el superàvit exterior tendeixen a corregir-se. Si una economia experimenta dèficit exterior (importa més del que exporta), la seva moneda tendeix a depreciar-se. La depreciació encareix les importacions i abarateix les exportacions i, en conseqüència, contribueix a reduir el dèficit exterior mitjançant una millora de la competitivitat. Per contra, si una economia experimenta superàvit exterior, la seva moneda tendeix a apreciar-se. L'apreciació encareix les exportacions i abarateix les importacions i, en conseqüència, contribueix a reduir el superàvit exterior mitjançant un deteriorament de la competitivitat.

Arguments en contra d'un sistema de taxa de canvi fixa

- Els defensors del canvi flexible assenyalen que una taxa de canvi fixa crea una il·lusòria sensació de seguretat: la taxa fixa crea tensions en l'economia que a la llarga acabaran forçant a un canvi de la taxa fixa. Sabent-se que això passarà, un sistema de taxa fixa exposa l'economia a apostes dels especuladors sobre quant tindrà lloc el canvi de taxa fixa. Com més clar tinguin els especuladors quant tindrà lloc el canvi, més faran per a provocar el canvi i més resistència haurà de presentar l'autoritat monetària per a no ser derrotada pels especuladors. Però com més resistència s'ofereixi, més traumàtic serà el procés de modificació (si s'acaba produint) de la taxa de canvi.

- La crisi del sud-est asiàtic de 1997-98 s'explica en gran part pel fet que l'artificial sensació de seguretat que va generar una taxa fixa durant un procés de creixement va conduir a decisions

imprudents que indicaven la conveniència d'alterar la taxa de canvi fixa, i l'obsessió per mantenir el prestigi internacional, va obeçar les autoritats monetàries, portant-les a lluitar una batalla perduda: la defensa de la taxa de canvi (http://en.wikipedia.org/wiki/Asian_crisis).

- De fet, un sistema de taxa de canvi fixa exigeix una gran disciplina de política econòmica perquè les autoritats econòmiques trien enfrontar-se als problemes d'una economia renunciant a un instrument: la taxa de canvi. L'èxit del sistema depèn de la capacitat de les autoritats de convèncer els mercats que seran fidels a aquella disciplina. En cas contrari, la decisió de fixar la taxa de canvi es considerarà com una política inviable.
- Si els agents al mercat de divises perden la confiança en la capacitat o voluntat de les autoritats de mantenir la taxa fixa, intentaran aprofitar-se del fet que, tard o d'hora, la manca de rigor i disciplina produirà una modificació de la taxa de canvi. La crisi canviària que en resulta no és sinó conseqüència de l'intent dels mercats d'aprofitar-se d'una situació de precarietat i feblesa en què les autoritats econòmiques, elles mateixes, s'han col·locat. Argentina (crisi del 1999-2002) i Xina són exemples de dispar fortuna en el manteniment de la disciplina.

Crisis canviàries

- Imaginem que a l'eurozona s'estableix una taxa de canvi fixa entre el dòlar i l'euro i que la taxa de canvi al mercat de divises tendeix persistentment a ser inferior a la taxa de canvi fixa. Si els agents al mercat de divises creuen que, en breu, el BC no podrà defensar la sobrevaloració de l'euro, s'entrarà en un dinàmica de *short selling*: agents que puguin accedir a volums importants de fons demanaran préstecs en euros per a vendre'ls després, o vendran massivament actius financers denominats en euros, per tal que la funció d'oferta d'euros es desplaci a la dreta i es faci encara més costós per al BC defensar la taxa fixa. Quan el BC es quedi sense municions (sense dòlars per a vendre), la taxa de canvi s'ensorrarà i els especuladors que van apostar per la caiguda de la taxa de canvi guanyaran retornant els seus préstecs en uns euros que ara valen molt menys. L'ensorrament d'un dia per un altre de la taxa de canvi evidencia la crisi canviària. Però aquesta es va gestar molt abans, quan es va prendre la decisió de defensar la taxa de canvi a un valor irrealistament alt.

http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_crisis

Atacs especulatius

- Un atac especulatiu contra una moneda típicament consisteix en la venda massiva d'actius financers denominats en la moneda (i això inclou la pròpia moneda). La venda pot ser de tant inversors domèstics com estrangers. Un atac especulatiu típic és com una fugida de capitals decidida en consciència i no com a resposta a algun esdeveniment. De fet, l'atac especulatiu pretén provocar el resultat que la fugida de capitals provoca involuntàriament,

http://en.wikipedia.org/wiki/Speculative_attack

- L'atac es pot produir tant amb sistema de canvi fixa com flexible. Però en el cas d'una taxa de canvi flexible no és sempre obvi contra què s'ha d'apostar, contra l'augment o contra la disminució de la taxa de canvi (aposta bidireccional). Per contra, quan la taxa de canvi és fixa, l'aposta és més clara (unidireccional), perquè hi ha la referència de la taxa de canvi fixa: si la taxa de canvi de mercat és, per exemple, inferior a la taxa de canvi fixa, els mercats consideren

que la taxa de canvi s'hauria de devaluar, la qual cosa fa que un atac especulatiu, si es produeix, es basi en l'expectativa que la taxa de canvi serà devaluada. També és més probable que l'atac especulatiu es produeixi quan la taxa de canvi és fixa perquè el BC pot necessitar una gran quantitat de divises per a garantir el manteniment de la taxa de canvi i, en aquest cas, l'atac especulatiu es llença quan es creu que el BC no tindrà prou divises per a assegurar el valor fixat de la taxa de canvi.

- Una crisi canviària típica és una crisi financera provocada per atacs especulatius contra una moneda que ha adoptat un sistema de taxa de canvi fixa. La crisi es concreta en el fet que s'abandona la taxa de canvi fixa. L'abandó provoca que la moneda perdi de manera sobtada una part important del seu valor en relació amb altres monedes. Generalment, les crisis canviàries no es limiten al sector financer sinó que estenen les seves conseqüències sobre el sector real en forma de recessió.

- La darrera crisi canviària més important va ser la del sud-est asiàtic al juliol del 1997. Els països més afectats van ser Indonèsia, Corea del Sud i Tailàndia. Una de les vies més importants del "contagi" cap al sector real fou que molts bancs i empreses, a l'empara de la taxa de canvi fixa, es van endeutar en divises. A resultes de la devaluació que va acompanyar la crisi canviària, el valor real d'aquest deutes va augmentar: atès que la moneda nacional valia menys, per a aconseguir la mateixa quantitat de divises calia obtenir més moneda nacional. Aquest augment efectiu del deute va provocar la fallida de bancs i empreses.

http://en.wikipedia.org/wiki/1997_Asian_Financial_Crisis

http://ca.wikipedia.org/wiki/Crisi_financera_del_sud-est_asi%C3%A0tic

<http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/takagi.pdf>

Un atac especulatiu famós

- Un dels atacs especulatius més famosos, i el que va evidenciar la feblesa dels BCs en un món on els fluxos financers es troben liberalitzats, es va produir el 16 de setembre de 1992: l'anomenat *Black Wednesday*. Aquell dia, George Soros va saltar a la fama per forçar la sortida del Banc d'Anglaterra del Sistema Monetari Europeu (SME), que establia taxes de canvi semi-fixes entre els seus membres. L'aposta es basava en la percepció que la lliura esterlina es trobava sobrevalorada en relació amb les altres monedes importants de l'SME. Aleshores Soros va vendre al descobert l'equivalent en lliures de 10 miliards de dòlars. Aquesta decisió va induir altres especuladors a actuar de la mateixa manera.

- El Banc d'Anglaterra va pujar la taxa d'interès del 10 al 12%, per a estimular als especuladors a què compressin lliures esterlines (aplicant el mecanisme de defensa 4). Però la creença generalitzada era que el Banc d'Anglaterra no mantindria el seu compromís de defensa de la lliura esterlina, perquè l'apujament de la taxa d'interès posava l'economia en risc de recessió. A les 7 de la tarda del dimecres negre s'anuncià la sortida de la Gran Bretanya de l'SME i la devaluació de la lliura. Soros va guanyar en el procés més d'un miliard de dòlars.

http://en.wikipedia.org/wiki/European_Monetary_System

http://en.wikipedia.org/wiki/George_Soros#Currency_speculation

Trilema de l'economia oberta (la trinitat impossible)

• El trilema de l'economia oberta (sugerit per Robert Mundell, Premi Nobel d'Economia del 1999) estableix que no és possible tenir al mateix temps llibertat de moviments de capitals, taxa de canvi fixa i política monetària efectiva (o independent).

http://en.wikipedia.org/wiki/Impossible_trinity

• Fins no fa gaire, la Xina mantenia la taxa de canvi del iuan fixa en relació amb el dòlar. Atès que es volia que la política monetària tingués marge d'actuació (això és, que no estigués subordinada a l'objectiu de la taxa de canvi fixa), la conseqüència és que la Xina havia de mantenir controls de capital (regulació dels fluxos de divises). Al 1931, Alemanya va establir un impost (el *Reichsfluchtsteuer*) que taxava la sortida de capitals. Aquest impost era una forma de control de capital.

<http://de.wikipedia.org/wiki/Reichsfluchtsteuer>

• Al cas del Regne Unit i Canadà, hi ha llibertat de moviments de capitals i política monetària independent. Com a resultat, els dos països tenen una taxa de canvi flotant.

• A Espanya es va triar la llibertat de moviments de capital i l'establiment d'una taxa de canvi fixa de la pesseta en relació amb, entre d'altres monedes, el marc alemany i el franc francès. La conseqüència és que Espanya ha hagut de renunciar a l'aplicació d'una política monetària independent. En l'actualitat, la política monetària espanyola la determina el Banc Central Europeu. El cas d'Argentina abans del "corralito" (2000) era similar: llibertat de moviments de capitals i taxa de canvi fixa del peso argentí en relació amb el dòlar implicava la renúncia a practicar una política monetària independent (la política monetària argentina estava dictada per la política monetària estatunidenca).

• Les crisis canviàries més importants poden interpretar-se com a manifestacions del trilema: països que accepten liberalitzar els moviments de capital financer, que estableixen una taxa de canvi fixa i que pretenen mantenir una política monetària independent. El cas de la Gran Bretanya al 1992 il·lustra el trilema: hi havia llibertat de moviment de capital, hi havia una taxa (si fa no fa) fixa i, en canvi, es volia dur a terme una política monetària (expansiva) que entrava en contradicció amb la política monetària necessària per a mantenir la taxa de canvi (una política monetària contractiva que apugés la taxa d'interès). El trilema evidencia la importància dels moviments de capital (financer) en la determinació de la taxa de canvi (importància molt superior, almenys en el curt termini, a la que tenen els moviments de béns).

Q9. Explica com ha d'intervenir un ban central al mercat de divises per a garantir una taxa de canvi fixa quan la taxa de canvi d'equilibri en el mercat de divises és superior a la taxa de canvi fixa.

Q10. Un govern que ha adoptat un sistema de taxa de canvi fixa ha decidit reduir la taxa fixa. Per tant, el govern ha decidit dur a terme una

- (a) revaluació (b) devaluació
(c) depreciació (d) apreciació

Q11. El BCE vol provocar una depreciació del dòlar en relació amb l'euro. La seva intervenció al mercat de divises haurà de consistir en

- (a) una operació de mercat obert que injecti liquiditat
(b) decretar una disminució de l'Euribor
(c) augmentar les reserves mínimes
(d) una venda de dòlars
(e) una compra de dòlars
(f) Res de l'anterior