



# EL EURO DE DOS VELOCIDADES Y LA PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD DE SUS PAÍSES PERIFÉRICOS

José A. Gibanel

Alcalá de Henares, Enero 2015

## RESUMEN

Este trabajo revisa la pérdida de competitividad o la degradación del tipo de cambio real de los países periféricos del Euro durante la crisis de 2007. Lo hace fijándose en series anuales de tiempo y usando sobre todo un lenguaje gráfico. Se hace comparando datos de cuentas corrientes, inflación y tipo de cambio real absoluto. Se hace para tres grupos de países para resaltar diferencias y similitudes en la evolución de estas series. El comportamiento de los países periféricos se compara con los países del núcleo del Euro y éstos a su vez con 10 países desarrollados fuera del Euro.

## 1 INTRODUCCIÓN

En esta fase de salida incierta de la crisis de 2007 para Europa y el Euro, cuando se habla de los problemas de sus países periféricos, se señala en primer lugar el elevado desempleo y la deuda acumulada tanto pública como privada. La pérdida de competitividad no se trata a nuestro entender con la importancia que merece.

Se cumplen ahora dieciséis años desde el lanzamiento del Euro en Enero de 1999. Desde el primer momento ha habido cierta controversia entre los expertos sobre la viabilidad del proyecto: si a los siete años de vida del mismo se le declaró un gran éxito, la crisis del 2007 ha puesto de nuevo sobre la palestra todo el argumentario a favor y en contra del mismo. Nos fijaremos sobre todo en varios desequilibrios importantes acumulados en este periodo, en concreto los diferenciales de inflación, las sendas dispares en las cuentas corrientes de la balanza de pagos, las diferencias en las tasas de crecimiento, y la evolución de los tipo de cambio nominales y reales absolutos.

### 1.1 Los datos de entrada

La mayoría de los datos están presentados para tres grupos de países, el primero son los países del G7 que no pertenecen al euro más los tres escandinavos y Suiza. El segundo grupo es Alemania y los países del euro de su entorno y el tercer grupo son cinco países periféricos del Euro. El segundo y tercer grupo sirven para resaltar el concepto del Euro de dos velocidades. Todos los datos son anuales extraídos desde la web de la OCDE. Los acrónimos para los países son los mismos que utiliza la OCDE. El G14 es una moneda de referencia construida con la media geométrica ponderada por sus PIB de 14 países: los del G7 más los tres escandinavos y CHE, AUT, NLD y BEL. Todos tienen en común haber mantenido tipos flexibles y mercados líquidos en un largo periodo. Con el acrónimo G14 y según el contexto puede denominarse dos conceptos diferentes, por un lado el grupo de países usados para construir la nueva moneda y por el otro a la moneda de referencia así formada. La acumulación de la inflación es una suma acumulada y por tanto no puede usarse como número índice. De los tipos de cambio efectivo reales relativos se asume que en el periodo 1974-2005 su valor medio es uno para pasarlos a absolutos. Los valores de PIB y valores de cuenta corriente así como sus incrementos están referenciados a miles de unidades por población en edad de trabajar.

## 2 LA INFLACIÓN

Los gráficos 1-3 del anexo presentan la acumulación de la inflación para los tres grupos de países. También se ha representado la inflación media del G14 y la inflación del petróleo en unidades G14. En estos tres gráficos se aprecia la explicación de lo que se llamaron la primera y la segunda crisis del petróleo en 1974 y 79. Los dos fuertes incrementos del precio del petróleo en esas dos fechas han servido para explicar el desencadenamiento de los fuertes procesos inflacionistas de los años 70 y 80, las diferentes políticas puestas en práctica por los diferentes países y el surgimiento de una vasta literatura en la teoría económica para controlar la inflación. Lo más curioso de estos gráficos es que en parte ponen en duda la validez de esas hipótesis: más bien parece que el proceso hubiese sido al contrario, la subidas de la inflación en los diferentes países dejaron atrás durante demasiado tiempo al precio del petróleo que presenta una acumulación de inflación plana, cuando este reacciona lo hace de forma que traza un “overshooting” sobre su tendencia de largo plazo. Algo parecido se puede decir si se compara la prolongada subida del 2000 al 2014 y la consiguiente corrección del 2014-2015.

Lo segundo más destacable de estos gráficos es que para el grupo de países 3 necesitamos usar una escala diferente debido a que la acumulación de la inflación en los países periféricos ha sido históricamente mucho más elevada que en los países del núcleo. En principio si la evolución del tipo de cambio nominal sigue a los precios no tiene mayor problema que los continuos ajustes, pero puede tener mucha importancia si consideramos condiciones de histéresis en los precios y fuertes shocks en los tipos nominales. Ambas condiciones pueden llevar, como así parecen indicar los datos, a fuertes oscilaciones no deseadas en los tipos reales con los consiguientes costes en sus ajustes.

Los gráficos 4-6 presentan la evolución de la acumulación de la diferencia de inflación de cada país con respecto a la media del G14. Todos los países de los grupos 1 y 2 excepto JPN presentan una zona tranquila de no acumulación de inflación hasta el año 74, del 74 al 94 es la zona del gran ajuste de precios para pasar a otra zona tranquila de no acumulación a partir del 94. Los países de la periferia presentan la primera zona de no acumulación excepto España, la segunda zona de ajuste es mucho mayor que para los otros grupos (200% de ajuste frente a una media de 70% para los dos primeros grupos). Lo más importante es la tercera zona, en lugar de dejar de acumular inflación esta se caracteriza por una pendiente suave pero muy persistente que dura del 90 al 2011. ¿Cómo es posible que los países de la periferia con una moneda común hayan podido acumular tal diferencial de inflación respecto de los países del núcleo?

Los gráficos 7-9 presentan las relaciones de precios absolutas de cada País respecto al G14; a su vez los gráficos 10 -12 presentan esta misma relación con respecto al dólar. Esta relación se obtiene de los precios relativos, los tipos efectivos reales de mercado y de la transformación del tipo de cambio real relativo a absoluto. Para el propósito de nuestro análisis hay que comparar los gráficos 9 y 12: los países de la periferia sí detuvieron la acumulación de inflación respecto al dólar pero no lo hicieron respecto al G14 y menos aún respecto a los países del núcleo. Se puede afirmar que para estos países el Euro sí supuso un cambio serio desde una tradición inflacionista a otra de control más estricto de precios; lo que ocurre es que este cambio todavía no fue suficiente. Esto último se debe a varias razones pero una de ellas sin duda es la falta de referencias adecuadas al medir tanto las inflaciones como los tipos de cambio.

Uno de los objetivos que se perseguían en la introducción del Euro era el control de la inflación después de haber sufrido las altas tasas que se produjeron a partir de 1974 y que tanto perduraron. El abatimiento de esas tasas no se puede adjudicar completamente al Euro, fue un proceso general por el que pasaron también los países fuera del Euro. El objetivo de tasas estables de crecimiento con una tasa de inflación cercana al 2% se consiguió hasta la crisis del 2007. Es lo que se ha llamado la Gran Moderación. Después la inflación se ha acercado a cero y en periodos cortos en algunos países se ha hecho negativa. ¿Significa esto que el objetivo del 2% había sido demasiado bajo? ¿Estamos en un periodo deflacionista mundial por una oferta excesiva como explican otros? No parece que lo primero sea muy razonable pero a la segunda idea cada vez se suman más expertos.

Evitar las crisis cambiarias y mantener controlada la inflación son las dos grandes ventajas de las zonas de moneda común. La mayor desventaja es que los desequilibrios internos no detectados o/y mal gestionados pueden hacer estallar la moneda y llevar a grandes pérdidas en los consiguientes ajustes. La historia

simplificada de la segunda ventaja es sencilla, si todos ya éramos monetaristas, si la primera y casi única causa de la inflación era el dinero, tener un Banco Central independiente controlando el dinero haría que la inflación se mantuviera a raya y que los tipos no fuesen muy diferentes de unos países a otros. Claramente el primer objetivo se ha cumplido, pero se ha cumplido para todos los países desarrollados sobre todo por incorporar a las reglas de política respuestas contundentes respecto a la inflación. El segundo objetivo, tasas no muy diferentes dentro de la zona, no sólo no se ha conseguido sino que amenaza, junto a los demás desequilibrios acumulados, a la propia zona. Cualquier experto consultado, y no fueron pocos, explicaba muy acertadamente que estas diferentes tasas de inflación con una moneda común no eran sostenibles en el tiempo. Otra cosa es que hayamos hecho los modelos correctos, que hayamos levantado los suficientes “warnings” al respecto o que hayamos incorporado las adecuadas reglas de política.

## 2 LOS TIPO DE CAMBIO NOMINALES

Estos tipos de cambio nominales están representados por una parte respecto al G14 en los gráficos 13-15 y por otra respecto al dólar en los gráficos 16-18. Como cabía esperar las volatilidades de los primeros son menores que la de los segundos lo cual ayuda a despejar parte del primero de los puzzles de Rogoff<sup>i</sup>. Hay dos periodos claros de sobre reacción del dólar en su proceso de ajuste, el primero va del 81 al 87 y el segundo del 95 al 2003. Para el primero hay que recordar el gran momento Volker<sup>ii</sup>, la fuerte subida de los tipos de interés a corto en USA del 81 sí fue decisiva en controlar la inflación pero tuvo una consecuencia nefasta en la sobre reacción posterior de tipo de cambio nominal del dólar que a su vez se reflejó en los tipos nominales del resto de países y a su vez en los tipos efectivos. La segunda sobre reacción es más sutil de explicar y para ello necesitamos un análisis más detallado de los tipos de interés. El dólar se aprecia respecto al G14 un 14% en el periodo 1995-2000 para en el consiguiente ajuste del 2000-2011 quedar depreciado un 8%. ¿Estamos ahora (2014) en la tercera gran ola de sobre reacción de las monedas de referencia en su camino de ajuste? Probablemente sí y probablemente se debe, como ya hemos repetido, por un lado a que la estabilidad de los tipos reales no está contemplada en las reglas de política y por otro a la falta de buenas referencias en su medida.

Los países de la periferia reciben estos shocks de ajuste que ellos no provocan, aunque no dejen de ser responsables de aplicar los ajustes necesarios. En estos países del grupo tres los dos ciclos de ajuste tanto de los tipos nominales como de los reales son mucho mayores que para los países del núcleo. Lo cual nos lleva a afirmar que es tremendamente injusto atribuir la completa responsabilidad de los desequilibrios en competitividad a esos países exclusivamente.

## 3 LOS TIPOS DE CAMBIO REALES

Estos tipos de cambio reales se ven en los gráficos 19-21 cuando están referidos al G14 y en los gráficos 22-24 cuando están referidos al dólar. Igual que para el caso de los nominales, la volatilidad de los referidos a un grupo de países como el G14 es menor que cuando están referidos al dólar. Por un lado la explicación que debemos buscar es menor pero por el otro el error cometido al explicar la primera se amplifica en la misma medida al pasar a la segunda referencia. Se ven claramente las dos ondas de ajuste ya descritas par el caso de los tipos nominales pero aquí las reflexiones no pueden ser las mismas. Si bien para los shocks en los tipos nominales siempre puede pensarse que con los precios suficientemente flexibles se traducirán en variaciones de estos que mantengan dentro de unos límites razonables la competitividad exterior de los países, cuando observamos las figuras tenemos que concluir que esto no se cumple. Los precios ni son fijos ni son flexibles, son los grandes mamuts de los procesos de ajustes, se mueven con un paso menor que el resto de las magnitudes pero su paso es decisivo en la compresión del resto de fenómenos. Extraña el empeño en la teoría económica en hacer modelos de precios fijos o flexibles sin aceptar que ambos están asumiendo un supuesto contradictorio con la evidencia. También extraña en la teoría el empeño en hacer modelos de un solo país o de dos países cuando los datos nos dicen que si no tomamos en cuenta la interdependencia y sincronía de la mayoría de las series nuestros modelos servirán para poco.

Detrás de estos ciclos de ajuste en los tipos reales, a diferencia de los nominales, hay posiciones financieras y riesgos asociados que se traducen en pérdidas considerables de riqueza real. Este es otro de los grandes argumentos para clamar que los tipos reales, la competitividad precio y la competitividad no-precio

deben formar parte de las reglas de la política. Claro que para que esto sea así es necesario que los tipos reales además de reflejar las magnitudes relativas pasen también a medir las absolutas.

De las figuras se desprende que para los países del grupo 2, el núcleo del Euro, después del segundo gran ciclo de ajuste, sus tipos reales están la mayoría en el entorno de la unidad, o dicho de otra manera su competitividad precio no está degradada. Esto lo consiguen después de pasar una recuperación de este valor de 0.8 en el año 2000 a 1 en el 2011. Los países de la periferia pasan en ese periodo de 0.8 a 1.15 y algunos a 1.2. Un 20% de falta de competitividad precio es excesiva y más teniendo en cuenta que esta no es puntual sino que se va a corregir en un ciclo prolongado de varios años. Esto se explica sólo en parte por la falta de disciplina de estos países al controlar sus precios pues hay otra parte que es debida simplemente a lo fuerte que es el ciclo de ajuste en los tipos de cambio nominales; de lo primero son en gran parte responsables, de lo segundo no.

#### **4 LOS DESEQUILIBRIOS EN LAS CUENTAS CORRIENTES**

Tradicionalmente los países no incurrían en grandes déficits ni superávits prolongados, es lo que se ha llamado la paradoja de Feldstein-Horioka. Paradoja porque aunque sí existían unos mercados financieros desarrollados los países, aún pudiendo, no tomaban posiciones deudoras-acreedoras largas y prolongadas. Hoy hay un cierto consenso en que esto está desapareciendo. Los gráficos 25-27 presentan los déficits de la Cuentas Corrientes en porcentaje del PIB y los gráficos 28-30 esos mismos déficits acumulados en unidades G14 por persona en edad de trabajar. Los datos confirman la desaparición de la paradoja, las posiciones acreedoras-deudoras se están haciendo demasiado grandes y demasiado prolongadas, muchos países se hacen deudores u acreedores en un volumen sin precedentes que históricamente sólo han existido para contados países en contadas excepciones de posguerra. Una razón es el perfeccionamiento de los mercados financieros y otra quizá que la propia paradoja a base de ser tan largamente estudiada haya abierto los ojos a que esa posibilidad existía. El fenómeno claramente es mundial, así que el Euro es más espectador que actor en este proceso. Para muchos autores las actuales sendas de estos desequilibrios no son sostenibles en el tiempo.

Dentro del Euro todos los países del núcleo son acreedores excepto ITA (ITA está a la vez representada en el grupo 2 y el 3 pues presenta, según el data a analizar, comportamientos de uno u otro grupo). A su vez todos los países de la periferia se han hecho fuertemente deudores. La pendiente de la curva en el gráfico 30 para ESP, GRC y PRT es muy preocupante, claramente anticipa un ajuste duro. El balance de toda la zona Euro no está representado pero se ha mantenido equilibrado en todo el periodo. Otro dato muy significativo, aunque no representado, es el desplazamiento para los países periféricos de sus actividades exteriores a la zona del Euro pasando en algunos países del 30% al 60%.

En las transacciones exteriores hay dos riesgos fundamentales, el de impago y el derivado del tipo de cambio si te endeudas en otra moneda que la del deudor. En la zona Euro al hacer desaparecer el segundo riesgo parece que coadyuva a que las posiciones puedan ser mayores, es lo que indican los gráficos y en este sentido sí que el Euro (o la mala gestión del mismo) ha ayudado en gran medida a la situación presente de estos desequilibrios.

Una posible interpretación para los desequilibrios en las Cuentas Corrientes es un cambio en el tipo de cambio real, la falta de competitividad de los países de la periferia que a su vez hubiese beneficiado a los del núcleo. Del análisis comparado de ambos grupos de gráficos se deduce que esta hipótesis solo explica una parte de las balanzas. Los tipos reales no son tan diferentes en el periodo 1990-2003; en dicho periodo ya se han formado serios desequilibrios en las balanzas. A partir del 2003 los países del núcleo consiguen mantener los tipos en el entorno de la unidad mientras que los de la periferia degradan su competitividad hasta un máximo del 20% en el 2011 lo cual refuerza el desequilibrio aunque no lo explique totalmente. Para la periferia los tipos reales sobre apreciados un 20% y con balanzas súper deficitarias parece que se enfrenten a un ajuste titánico e imposible.

## 5 LAS DIFERENCIAS EN LAS TASAS DE CRECIMIENTO

Las zonas de moneda común no vaticinan tasas de crecimiento únicas, así que su dispersión no es en principio un desequilibrio acumulado amenazante. Los gráficos 31-33 presentan estas tasas en moneda nacional y los gráficos 34-36 en la moneda de referencia G14.

Si el Euro no predice tasas iguales de crecimiento, los datos de la gráfica 32 desafían esta predicción: los países del núcleo se comportan igual y los de la periferia de una forma también muy parecida entre ellos (en los años de euro y no así antes de su introducción) y es muy similar el ciclo en los países del grupo 3 al del grupo 2. El grupo 3 tiene en media y en el periodo del Euro unas tasas de crecimiento mayores que las del grupo 2. Los países de la periferia tienen tasas de crecimiento mayores en el periodo del Euro que en las épocas anteriores al mismo. Los ajustes de las crisis del 2001 y del 2007 son iguales para ambos grupos en amplitud y duración. Usando las tasas de crecimiento en moneda nacional destacan la sincronización que se está produciendo en los ajustes de las crisis en todo el mundo: los ajustes de las crisis del 2000 y 2007 están prácticamente sincronizados en el mundo (cosa que no se observa en las crisis anteriores). Otra evidencia es la disparidad en la amplitud del ajuste para los países de los grupos 1 y 2 respecto a los países periféricos, parece contradictorio que el mundo desarrollado se haya ajustado más que los países periféricos en ambas crisis. Por un lado se debe cuestionar la validez de los datos; por otro puede que los dos primeros grupos hayan hecho un ajuste intenso pero corto en el tiempo y que los países periféricos hayan dejado sus ajustes para hacerlos de forma más prolongada en el tiempo.

## 6 LA CRÍTICA DE WALTER

La crítica de Walter se basa en que países con diferentes tasas de inflación al entrar en una unión monetaria tendrán diferentes tipos reales de interés (al igualar la unión los tipos nominales). Los países con mayor inflación (la periferia en nuestro caso) tendrán mayores tasas de crecimiento por su menor tipo real de interés y que estos mayores crecimientos coadyuvaran a mayores inflaciones formándose una espiral inflacionista. Los países de la periferia no es que tuvieran tasas de inflación mayores a los del núcleo, lo que tenían era una seria tradición histórica inflacionista. Los gráficos 5-6 y los 8-9 confirman que los que antes de la unión tenían tasas más elevadas las siguen teniendo después aunque las diferencias entre ambos grupos se hayan reducido. Las tasas de crecimiento también son mayores en la periferia que en el núcleo y la gráfica 3, que muestra la acumulación de la inflación a la media para los países del grupo 3 ni confirma ni desmiente la espiral inflacionista. Lo que sí muestra bien a las claras es que ambas sendas de inflación para los dos grupos de países del euro son insostenibles y que el ajuste tendrá que ser largo y prolongado. Walter propuso su hipótesis para que la Libra no entrara en el Euro, hoy y a la vista de los datos su aportación tendría que estar de plena actualidad. Si bien es cierto que él estaba pensando en su país respecto al resto de países de la unión su análisis aplicado en nuestro contexto a estos dos grupos de países del Euro resulta premonitorio.

## 7 CONCLUSIONES

Los países de la periferia del Euro tienen a finales del año 2011 serios desequilibrios acumulados en las divergencias de las tasas de inflación, la posición competitiva, y las posiciones deudoras. Como en el medio plazo no es posible modificar las productividades (no analizadas aquí) los ajustes inevitablemente se harán vía precios. Los salarios no serán sino uno de los precios que se tendrán que ajustar en un calvario que se vislumbra largo y prolongado.

### Nota final

En este mes de Enero se anuncia una nueva ampliación de los balances del BCE o “quantitative easing” esta vez comprando en el mercado primario. ¿Han crecido demasiado los balances de los Bancos Centrales? La respuesta es un modelo que englobe la necesidad de liquidez global en un proceso deflacionario compatible con tasas de crecimiento a largo plazo. ¿Crearé inflación? La inflación no sólo se explica con el dinero, reducirlo a esto ahora es un error; resulta un proceso más complejo que incluye el dinero, la oferta y demanda global, los flujos migratorios y la presión de los salarios, las expectativas y las reglas de política. Tampoco parece que ese tipo de modelos abunden. ¿Fluirá por fin el crédito? Estamos en un proceso de desapalancamiento privado sin precedentes que ha forzado a un apalancamiento público para no degradar más el

output. La deuda pública de muchos países es ya insostenible, la dureza de los ajustes ya sufridos ha generado cierto consenso temporal en evitar hablar de esta sostenibilidad. En los procesos de desapalancamiento (a los que no estamos acostumbrados) el crédito ni fluye ni aumenta, disminuye y se cura. ¿Ayudará a arreglar los problemas estructurales del Euro? Ayudará al ganar tiempo y dilatar los ajustes, por dilatarlos no tiene por qué ser mayores. Hasta aquí los debates de la rabiosa actualidad. Lo que si probablemente haga sea acentuar el ciclo de los tipos de cambio tanto nominales como reales. Es urgente y necesario una mayor coordinación de políticas para evitar estos ciclos no deseados y tan costosos en las competitividades exteriores.

## Bibliografía

- 1 **Abel** Istvan, **Bonin** John P, (1992): "The 'Big Bang' Versus 'Slow But Steady': A Comparison of the Hungarian and Polish Transformations." CEPR Discussion Paper No.626, CEPR, London.
- 2 **Aghion** Philippe, Olivier J. **Blanchard**, (1994): "On the Speed of Transition in Central Europe." In S. Fischer and J. J. Rotemberg (eds.) NBER Macroeconomic Annual: 283-320
- 3 **Alesina** Alberto, Roberto **Perotti**, (1995): "Fiscal Adjustments: Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries." Economic Policy 21: 205-48. Alesina, Alberto and Silvia Ardagna. 1998. "Tales of Fiscal Adjustments." Economic Policy 27: 487-546.
- 4 **Andersen** TG, **Davis** RA, **Kreiß** JP, (2009): "Handbook of Financial Time Series", Heidelberg, Springer
- 5 **Aslund**, **Anders**, Peter **Boone**, Simon **Johnson**, (1996): "How to Stabilize: Lessons form Post-communist Countries." Brookings Papers on Economic Activity 1: 217-314.
- 6 **Balcerowicz** Leszek, (1994): "Common Fallacies in the Debate on the Transition to a Market Economy." Economic Policy 19S: 18-50.
- 7 **Baxter** Marianne, (1993): "Real exchange rates and real interest differentials" , Jouirnal of Monetary Economics 33 (1994) 5-37
- 8 **Begg** David, Richard **Portes**, (1993): "Enterprise Debt and Economic Transition: Financial Restructuring in Central and Eastern Europe." In C. Mayer and X. Vives (eds.) Capital Markets and Financial Intermediation. Cambridge: Cambridge University Press.
- 9 **Begg** David, (1996): "Monetary Policies in Transition Economies." Unpublished Paper. Birkbeck College, London.
- 10 **Blanchard** Olivier J, (1997): The Economics of Post-Communist Transition. Oxford: Oxford University Press. Bruno, Michael and William Easterly. 1998. "Inflation Crises and Long-Run Growth."
- 11 **Bruno** Michael, William **Easterly**, (1998): "Inflation Crises and Long-Run Growth." Journal of Monetary Economics 41(1): 3-26
- 12 **Calvo** Guillermo A, Ratna **Sahay**, Carlos A **Végh**, (1994): "Capital Flows in Central and Eastern Europe: Issues and Policy Options." Unpublished Paper. University of Maryland.
- 13 **Canzoneri** MB, Robert E **Cumby**, Behzad **Diba**, (1996): " Relative Labor Productivity and the Real Exchange Rate in the Long Run: Evidence for a Panel of OECD Countries", NBER Working Paper 5676
- 14 **Clarida** Richard, Jordi **Gali**, (1994): "Sources of Real Exchange Rate Fluctuations: How Important are Nominal Shocks?, Carnegie-Rochester Conference.
- 15 **Copeland** L, (2005): "Exchange Rates and International Finance", Prentice Hall
- 16 **Coricelli** Fabrizio, Gian Maria **Milesi-Ferretti**, (1993): "On the Credibility of 'Big Bang' Programs." European Economic Review 37: 387-95.
- 17 **Diebold** FX, (1997): "The Past, and Future of Macroeconomic Forecasting", University of Pennsylvania. [www.ssc.upenn.edu/~diebold/](http://www.ssc.upenn.edu/~diebold/)
- 18 **Don** FJH, (2001): "Forecasting in Macroeconomic: a Practitioner's view", De Economist 149 nº2

- 19 EBRD. 1998. Transition Report. London: EBRD.
- 20 **Fischer** Stanley, Ratna **Sahay**, Carlos **Végh**, (1996b): "Stabilization and Growth in Transition Economies: The Early Experience." *Journal of Economic Perspectives* 10(2):45-66.
- 21 **Fischer** Stanley, Ratna **Sahay**, Carlos **Végh**, (1996a): "Economies in Transition: The Beginnings of Growth." *American Economic Review* 86(2): 229-233.
- 22 **Grafe** Clemens, Charles **Wyplosz**, (1997): "The Real Exchange Rate in Transition Economies." Paper presented at the Third Dubrovnik Conference on Transition Economies in Dubrovnik, Croatia, June 25-28, 1997.
- 23 **Halpern** László, Charles **Wyplosz**, (1997): "Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies." *IMF Staff Papers* 44(4), p. 430-460.
- 24 **Hoffmann** Mathias, Ronald **MacDonald**, (2009): "Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: a Present Value Interpretation", Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich.
- 25 **Lee** Jaewoo, Man-Keung **Tang**, (2003): "Does Productivity Growth Lead to Appreciation of the Real Exchange Rate", *IMF WP/03/154*
- 26 **Lizardo** Radhamés A, André V **Mollick**, (2010): "Oil price and U.S. Dollar Exchange Rate", *Energy Economics* 32 399-408, Elsevier
- 27 **Matheson** T, **Stavrev** E, (2013): "The Great Recession and the Inflation Puzzle", *IMF Working Paper*, WP/13/124
- 28 **Portes** Richard, (1994): "Transformation Traps." *Economic Journal* 104(426): 1178-89. Saunders, Anthony and Andrea Sommariva. 1993. "Banking Sector and Restructuring in Eastern Europe." *Journal of Banking and Finance* 17: 931-57.
- 29 **Ramajo** Hernández Julian, Montserrat **Ferré**, (2005): "Una revisión de la paridad del poder adquisitivo", *Universitat Rovira i Virgili*
- 30 **Ricci** Luca Antoni, **Milesi-Ferretti** GM, Jaewoo **Lee**, (2008): "Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective", *IMF WP/08/13*
- 31 **Rodrick** Dani, (2007): "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence", *Harvard University*
- 32 **Rogoff** Kenneth, (1996): "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature*, Vol.34, No 2(Jun, 1996), pp 647-668
- 33 **Selowsky** Marcelo, Ricardo **Martin**, (1997): "Policy Performance and Output Growth in the Transition Economies." *American Economic Review* 87(2): 349-53. World Bank. 1996. *From Plan to Market*. World Development Report.
- 34 **Wieland** W, **Cwik** T, **Müller** GJ, (2012): "A New Comparative Approach to Macroeconomic Modeling and Policy Analysis", [www.macromodelbase.com/system/files](http://www.macromodelbase.com/system/files)
- 35 **Wyplosz** Charles, (1998): "International Capital Market Failures: Sources, Costs and Solutions." paper prepared for the World Bank, April 1998.
- 36 **Wyplosz** Charles, (2010): "Ten year of EMU: successes and puzzles", *The Graduate Institute, Geneva*.
- 37 **Wyplosz** Charles, (2013): "Eurozone Crisis: it's About Demand, not Competitiveness", *The Graduate Institute, Geneva*.

## Notas

---

<sup>i</sup> Rogoff en su clásico de 1996 habla de dos "puzzles", la amplitud de los ciclos en los tipos de cambio reales y su persistencia en el tiempo. Si usamos tipos efectivos, referidos a varios países, en lugar de referirlos al dólar la volatilidad se reduce casi en un 50%.

---

<sup>ii</sup> USA subió los tipos de interés a corto en 1981 para detener la inflación. La inflación no sólo se detuvo entonces sino que además cambio de tendencia y no ha hecho más que bajar hasta el actual periodo deflacionista. Como líder que se enfrenta a un problema y tomo decisiones es impecable. Pero la falta de atención a como los tipos de interés afectan a los tipos de cambio nominales y estos a los reales hizo que los costes del ajuste debido a ciclos fuertes de estos últimos fuesen enormes. Como alguien escribió Volker detuvo la inflación y al mismo tiempo mato a Latino América.

## **ANEXO**

Este anexo contiene los gráficos para los tres grupos de países. Cuando el nombre de la serie contiene "(r)" significa que hay que usar el eje derecho de ordenadas.























