

Juan José Toribio*

LA ENCRUCIJADA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL: ALGUNAS REFLEXIONES

En el contexto de crisis financiera global, aún no superada, el pensamiento económico se plantea inevitablemente nuevos retos y nuevas cuestiones. La estructura del sistema monetario internacional no podía ser una excepción a este respecto. En este artículo se abordan posibles alternativas de reforma, algunas de ellas sugeridas de antiguo y otras replanteadas en el marasmo de la crisis. Así, el artículo revisa, en su primera parte, los acontecimientos que han contribuido a perfilar el sistema monetario internacional en su actual configuración, no exenta de ambigüedades y confusiones. En la segunda, se pasa revista a las principales opciones sugeridas para lograr que el SMI responda mejor a las exigencias de estabilidad y confianza que, como consecuencia de la crisis financiera, constituyen hoy un clamor mundial; se valoran cada una de tales alternativas, y se dibujan los perfiles del escenario que probablemente tenderá a definir el futuro del sistema.

Palabras clave: sistema monetario internacional, FMI, crisis financiera.

Clasificación JEL: F32, F33.

1. Introducción

La crisis global, manifestada a partir del verano de 2007, tuvo repercusiones en muchos sentidos y con mucha mayor intensidad de lo inicialmente previsto. Tanto la economía financiera como la denominada economía real se vieron sacudidas en sus cimientos. En muchas vertientes del pensamiento económico se plantearon nuevos retos, y el ámbito correspondiente a la estructura del sistema monetario internacional no podía ser una excepción. No fueron pocas las voces alzadas para de-

nunciar que el SMI (o lo que queda de él) debería haber respondido mejor a las exigencias del momento e, incluso, a las que se le vienen planteando desde hace más de una centuria: cómo regular la liquidez global para evitar tensiones inflacionarias (incluyendo las relativas a los mercados de activos), cómo distribuir con justicia el señoría correspondiente a la emisión de monedas de reserva, cómo prevenir desequilibrios de pagos internacionales, cómo facilitar su ajuste con rapidez y eficacia, cómo mantener la especulación en límites razonables, cómo —en consecuencia— evitar desbordamientos (*overshootings*) cambiarios y financieros, etcétera.

En el calor de la polémica postcrisis, parecen estar revisándose viejos principios, a la vez que se sugieren

* Profesor del IESE.

nuevos cauces de reforma del sistema. Como un intento de ayudar a la clarificación de tales principios y sugerencias, el presente artículo se estructura en dos apartados. En el primero se revisan los acontecimientos que, por su relevancia, han contribuido durante las dos últimas décadas a perfilar el sistema monetario internacional en la situación, aparentemente caótica, en que hoy se encuentra, incluyendo entre esos acontecimientos los relativos a la crisis de 2007. En el segundo apartado se pasa breve revista a las opciones sugeridas para lograr que el SMI responda mejor en el futuro a exigencias de estabilidad, que constituyen hoy un clamor mundial; se valoran —también brevemente— cada una de tales opciones, y se dibujan los perfiles del escenario que, con mayor probabilidad, tenderá a definir el futuro del SMI.

2. La evolución del sistema monetario internacional

En las dos últimas décadas se han registrado cambios graduales, pero sustantivos, en el panorama monetario internacional. Si hubiéramos de señalar un punto cronológico de partida, merecería la pena considerar cómo a principios de la década de los noventa, una economía latinoamericana (Argentina) inauguró un nuevo esquema de relaciones cambiarias, con posible extensión a otros muchos países que, como aquél, venían sufriendo una hiperinflación endémica, e incluso a otras áreas del mundo, entonces en profunda transformación.

En efecto, a partir de 1991, Argentina fijó la paridad 1:1 entre su moneda y el dólar norteamericano, pero con un paso más allá del *peg* tradicional. En adelante, quedarían cerradas todas las vías de actuación de su banco central, excepto la correspondiente a una compraventa automática de dólares, al tipo de cambio establecido. Como consecuencia de ello, la política monetaria argentina se uniría indisolublemente a los avatares de su balanza de pagos, de forma que la emisión de base monetaria por parte del BCRA sería la contrapartida exacta de las variaciones en su tenencia de dólares. Por lo demás, dólares y pesos

circularían en paralelo para transacciones domésticas, con plena libertad de movimientos de capitales hacia y desde el exterior del país.

Se consagraría así, un esquema de *currency board* (o transformación del banco central en una simple caja de conversión), que llegó a despertar gran interés en los mercados, en el mundo académico, y en el seno del propio FMI. Mediante esta relación, se esperaba que la inflación interna tendiera a una rápida convergencia con la norteamericana, poniendo fin a una larga historia de tensiones hiperinflacionarias y a su inevitable secuela de desajustes sociales. Todo ello quedaba garantizado, no sólo por la nueva estrategia del banco central, sino también a través del compromiso de estabilidad presupuestaria, asumido por las autoridades fiscales del país.

La expectación por este nuevo sistema se extendió más allá de las fronteras argentinas. Se trataba de una estrategia que respondía en plenitud a los parámetros de estabilidad y liberalización propugnados por el «consenso de Washington», y que podía, además, servir de referencia para otros países latinoamericanos aquejados de una hiperinflación endémica (Brasil constituía un ejemplo) y para otras áreas del mundo. En este sentido, podrían considerarse como candidatos de un esquema de *currency board* a las nuevas «economías en transición», como entonces se denominaba a los países escindidos de la antigua Unión Soviética, y a todos aquellos que se abrían a la economía de mercado tras el colapso del comunismo. De hecho, los países bálticos, Bulgaria y otras economías nuevas adoptaron una estrategia similar a la argentina.

El esquema, que parecía tan prometedor para una reforma definitiva del SMI, experimentó dificultades desde los primeros años de su implantación. Durante varios ejercicios, la tasa de inflación argentina continuó siendo más elevada que la norteamericana, lo que implicaba una notable apreciación del peso en términos reales y, en consecuencia, una acelerada pérdida de competitividad para el país. Se aprendió así una dura lección: tan importante como diseñar los nuevos esquemas era acertar con los tipos de cambio iniciales sobre los que

habían de construirse. De lo contrario, podía producirse un inesperado efecto de *catching up* de los precios interiores (relativamente bajos) con los internacionales, lo que llevaría al desconcierto social y político, como se demostró con posterioridad en otros países con *currency board*¹.

En 1994 se produjo otra grave crisis monetaria, con consecuencias también sistémicas. México había venido manteniendo equilibrio en las cuentas del Sector Público, pero un fuerte exceso de demanda en el sector privado dio lugar a graves desequilibrios en su balanza de pagos y a una fuerte contracción en el nivel de reservas. Alarmados ante esta situación, los mismos capitales exteriores que habían entrado en masa durante años previos de bonanza, abandonaron precipitadamente el mercado mexicano. Con ayudas del Gobierno norteamericano y del FMI, México logró superar la crisis, aunque no pudo evitar altos costes sociales y fuertes tasas de desempleo. El país abandonó de inmediato el sistema de cambio anclado en el dólar, adoptó un esquema de «flotación controlada», planteó en todo el mundo dudas sobre la viabilidad política de los tipos de cambio fijos y puso en tela de juicio los esquemas de *crawling peg* vigentes en otras partes del mundo. Más aún: a través del denominado «efecto tequila» provocó importantes retiradas de capital foráneo en los mercados argentinos, y colocó a las autoridades fiscales de este país en la tesitura de aceptar una contracción económica (con el correspondiente desplome de los ingresos tributarios) o mantener el nivel de gasto público mediante recurso a una encarecida financiación exterior. Lamentablemente, las autoridades entraron en este segundo camino, iniciándose así la espiral de deuda y gasto que tendría serias consecuencias años más tarde.

¹ Algunas economías de la Unión Europea (España, Portugal, Irlanda), que se preparaban por entonces para adoptar la moneda única, podían haber aprovechado la lección, pero lamentablemente no lo hicieron y pagaron también su error con tasas de inflación persistentemente más altas que las de sus socios, antes de lograr la ansiada convergencia.

Esta situación de permanente inestabilidad en los mercados de capitales, y de dudas sobre la idoneidad o el realismo de distintos esquemas cambiarios, se vio seriamente afectada por las sucesivas crisis financieras que, como fichas de dominó, se desencadenaron durante la segunda parte de los años noventa (Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea, Rusia y Brasil) aunque tuvieron diferente etiología en los distintos continentes. En la mayoría de los países asiáticos, la situación fue similar a la antes registrada por México, en el sentido de que la crisis no procedió de desequilibrios en las cuentas públicas, sino de un exceso de gasto y endeudamiento privado, agravado por la debilidad de sus instituciones financieras y por la reiterada negativa de los bancos centrales a admitir la gravedad del momento, aún a costa de ocultar datos significativos y de posponer decisiones cruciales. En Rusia y Brasil, la crisis vino, sin embargo, más asociada a desequilibrios en las cuentas del Gobierno y/o a una mala gestión de la deuda pública.

En todo caso, estos episodios continuaron socavando el apoyo intelectual y político que todavía encontraban algunos esquemas de cambios fijos, o de bandas de fluctuación controlada. País tras país fueron abandonando tales esquemas, a la par que las economías emergentes reintroducían algunas restricciones a los movimientos de capital, o al menos aparcaban los programas de liberalización, cuyo diseño habían comenzado a instancias del propio FMI.

A finales de 2001 se produjo el colapso definitivo del sistema argentino de *currency board*, que tantas esperanzas había suscitado a nivel global, como posible referencia de esquema cambiario para países en vías de desarrollo o para economías en transición. Ninguna otra economía ha vuelto a plantear un esquema similar, mientras otros países con posibilidades de adoptarlo prefirieron optar por una dolarización total, con abandono de su propia divisa, aunque ello supusiera una renuncia al señoríaje derivado de la emisión de moneda. Tal fue el caso de Ecuador y más tarde de El Salvador, experiencias que, unidas a la de Panamá, no dejan de

suscitar interés como posibles vías para evitar la reiteración de crisis cambiarias.

Obviamente, a estos episodios de las últimas décadas cabe añadir otros dos de gran alcance y altamente significativos, por un lado, la adopción de una moneda común por parte de los países hoy integrantes de la llamada Eurozona, que mantiene un régimen de tipos de cambio flotantes respecto a las restantes monedas; de otra parte, la emergencia de China como gran potencia económica y la adopción de una paridad vinculada al dólar, aunque ocasionalmente haya preferido referirla a una cesta de monedas.

¿Cuál era, pues, la situación del SMI mediada la década actual, es decir, inmediatamente antes de la crisis financiera, cuyas consecuencias aún padecemos?

Tras la crisis de México, Este Asiático, Rusia y Brasil parecía claro que los regímenes de tipo de cambio fijo *peg* o de bandas cambiarias ajustables *crawling peg* no respondían a las expectativas de convergencia inflacionaria, razonable evolución interna y plena estabilidad cambiaria, en los que se había basado su adopción. Ni siquiera un reforzamiento a través de *currency boards* aseguraba su permanencia en el tiempo, como el fracaso argentino venía a sugerir. Se afirmó, pues, que, en adelante, y dada la globalización financiera, los países habrían de elegir entre asegurar la estabilidad de los precios internos o la del tipo de cambio. Lo primero exigiría aceptar un régimen de paridades flotantes, sin intervención alguna (o mínima) de los bancos centrales en los mercados cambiarios. Lo segundo obligaría, por el contrario, a llevar al límite la fijación de la paridad cambiaria con respecto a otras divisas, bien renunciando a la moneda propia para adoptar la de otro país, bien procediendo a una unificación monetaria (caso de la eurozona) o, como mínimo, consolidando un *currency board* que asegurara en forma creíble la adopción de cuantas políticas internas (de orden fiscal) fueran necesarias para garantizar su funcionamiento como *hard pegs*, en un mundo caracterizado por la libertad de movimientos de capital. Serían, por tanto, inviables los regímenes intermedios, incluyendo *pegs* simples o con res-

CUADRO 1
EVOLUCIÓN REGÍMENES
DE TIPOS DE CAMBIO
(Porcentaje de miembros en cada categoría)

	Participación		
	1990	1997	2004
Todos los países			
<i>Hard pegs</i>	15,82	18,48	25,67
Intermedios	68,99	52,72	45,45
Paridades flotantes	15,19	28,80	28,88
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	158	184	187
Economías avanzadas			
<i>Hard pegs</i>	0,00	4,17	54,17
Intermedios	73,91	58,33	4,17
Paridades flotantes	26,09	37,50	41,61
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	23	24	24
Economías emergentes			
<i>Hard pegs</i>	6,67	12,50	12,50
Intermedios	76,67	56,25	40,63
Flotantes	16,67	31,25	46,88
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	30	32	32
Economías en desarrollo			
<i>Hard pegs</i>	21,90	22,66	23,66
Intermedios	65,71	50,78	54,20
Flotantes	12,38	26,56	22,14
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	105	128	131

FUENTE: EICHENGREEN y RAZO-GARCÍA (2005).

pecto a una cesta de monedas, así como las bandas cambiarias horizontales, las móviles (*crawling pegs* o *crawling bands*, tanto ascendentes como descendentes) y, en última instancia, las flotaciones «sucias» continuamente aplicadas.

El Cuadro 1, tomado de B. Eichengreen y R. Razo-García (2005), indica que, en efecto, antes de la crisis de 2007 el mundo parecía moverse en esa dirección, aunque con más lentitud de lo previsto y manteniendo

una proporción considerable de los regímenes cambiarios considerados «intermedios». En 1990 poco más de un 15 por 100 de los países podían clasificarse en cualquiera de los dos extremos (*hard pegs* o *floating*), mientras el 70 por 100 de las economías del mundo mantenían un régimen cambiario intermedio, pero, 15 años después, cada uno de los extremos acogía a más del 25 por 100 de los países. Los regímenes intermedios habían disminuido sensiblemente, aunque todavía se encontraban vigentes en un 45 por 100 de las economías.

Descendiendo a un análisis por grupos de países (avanzados, emergentes o en vías de desarrollo) Eichengreen y Razo-García identificaron, no obstante, profundas diferencias. Sólo el 4 por 100 de las economías avanzadas mantenían un régimen intermedio, mientras el resto se habían movido hacia los extremos, con un mayor peso de los *hard pegs*, aunque tal sesgo viene obviamente afectado por la adopción de una moneda única en el territorio de la UME.

En el mundo emergente la proporción de economías con un régimen de cambios flotantes es similar a la registrada en el ámbito de los países desarrollados, pero el *hard peg* (en ausencia de uniones monetaria, a la europea) es mucho menos frecuente y, a su vez, la proporción de esquemas intermedios resulta mucho mayor.

Por último, los países en vías de desarrollo se inclinan en mayor medida por regímenes intermedios, aunque cabe señalar que la proporción de los que han adoptado tipos de cambio flexible ha aumentado considerablemente en los últimos años².

Claro que la pervivencia de regímenes intermedios se ha basado en un mantenimiento de restricciones a los movimientos de capital, cuando no en una introducción de controles antes inexistentes. Así, el Cuadro 2 muestra cómo las economías avanzadas, tendentes a los extremos cambiarios, están muy mayoritariamente abier-

CUADRO 2

**EVOLUCIÓN CONTROLES DE CAPITAL
(Porcentaje de miembros en cada categoría)**

	Participación		
	1990	1997	2004
Todos los países			
Cerrado	77,73	66,87	59,63
Abierto	22,37	33,13	40,37
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	152	163	161
Economías avanzadas			
Cerrado	42,86	18,18	9,09
Abierto	57,14	81,82	90,91
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	21	22	22
Economías emergentes			
Cerrado	80,00	74,19	54,84
Abierto	20,00	25,81	45,16
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	30	31	31
Economías en desarrollo			
Cerrado	84,16	74,55	71,30
Abierto	15,84	25,45	28,70
Total	100,00	100,00	100,00
Miembros	101	110	108

FUENTE: EICHENGREEN y RAZO-GARCÍA (2005).

tas a la libre movilidad de capitales (más del 90 por 100), mientras la proporción de economías cerradas a flujos financieros es muy superior en países emergentes (55 por 100). Ello vendría a confirmar que la libre circulación de capitales empuja a los regímenes cambiarios hacia un mundo bipolar, mientras los intermedios sólo parecen subsistir al amparo de restricciones y controles.

Tal era, pues, la estructura básica de los mercados cambiarios cuando, en agosto de 2007, sobrevino la convulsión económica que pasó a ser conocida como «crisis *subprime*», cuyos orígenes pueden encontrarse en una fuerte inflación de activos propiciada por las polí-

² EICHENGREEN y RAZO-GARCÍA publicaron también resultados aplicando la caracterización de esquemas cambiarios, según clasificación de Rogoff y Reinhart.

ticas monetarias y fiscales aplicadas en los años inmediatamente anteriores. El brusco final de esa inflación de activos, materializado en la explosión de burbujas inmobiliarias, produjo una serie de efectos, cuyas consecuencias últimas permanecen aún vigentes a la hora de redactar estos párrafos. Entre esos efectos cabe destacar los siguientes:

a) El funcionamiento inmediato de un multiplicador negativo de carácter keynesiano, asociado a la caída de la inversión inmobiliaria, y especialmente intenso en aquellas economías con mayor propensión al consumo.

b) Un auténtico marasmo financiero, como consecuencia de la inmediata paralización en los mercados de bonos procedentes de la titulización de créditos bancarios (MBS, CFO'S, etcétera), y de los derivados (*credit default swaps*, etcétera) constituidos sobre aquel subyacente. Tal parálisis, resultado de las dificultades para identificar el riesgo asociado a cada título en particular, desembocó en una extraordinaria demanda de liquidez, en el cierre de mercados interbancarios, y en fuertes perturbaciones financieras y cambiarias.

c) Una súbita contracción monetaria a nivel global, dado que los activos sin mercado —producto de la innovación financiera— constituían, de hecho, un pseudo-sistema bancario, con un volumen varias veces superior al sistema convencional, y con un extraordinario dinamismo multiplicador, que la fuerte demanda de liquidez hizo funcionar en sentido inverso. Todos los bancos centrales se vieron, pues, obligados a compensar en lo posible esa contracción, mediante emisiones extraordinarias de base monetaria, por una u otra vía.

d) La aparición de fuertes déficits presupuestarios, como consecuencia de incrementos de gasto público arbitrados para tratar de contener la caída de la demanda interna, pero, sobre todo, como consecuencia del colapso en las recaudaciones tributarias. Se vieron especialmente afectados aquellos países cuyos ingresos fiscales procedían, en mayor medida, de la actividad inmobiliaria.

e) La acumulación de deuda pública, consecuencia lógica de aquellos déficit presupuestarios. En algunos

países (entre ellos los periféricos de la UME) ese incremento de deuda parecía entrar en una dinámica explosiva, con riesgos más o menos inmediatos de *default*. Así, al menos, fue valorado por los mercados financieros internacionales, en los que también surgieron dudas —no bien justificadas— sobre la viabilidad futura del euro o, al menos, sobre su potencial como moneda alternativa de reserva.

Esa sucesión de importantes eventos económicos, tan acelerada como confusa, no podía dejar de suscitar dudas sobre lo apropiado, o no, del SMI vigente y sobre la necesidad de su reforma. En opinión de algunos, la crisis se debió, precisamente, a la carencia de un auténtico sistema monetario internacional, pues no podía considerarse como tal la convivencia de regímenes cambiarios tan diversos como los ahora existentes. Entre otras perturbaciones, el caótico esquema vigente había ocasionado fuertes déficit exteriores en algunos países (Estados Unidos) e intensos superávits en otros (China, países exportadores de petróleo, etcétera), al amparo de la manipulación arbitraria de tipos de cambio.

Se manifestaron, también, serios temores sobre un posible sesgo inflacionario del sistema (o no sistema) actual. No faltaron así quienes —con grandes dosis de razón— atribuyeron la crisis a los excesos monetarios del pasado, mientras otros trataban de llevar el argumento más allá, observando que dichos excesos monetarios no habrían tenido lugar si el sistema internacional hubiera seguido anclado en el oro o, al menos, en una referencia sólidamente aceptada. Más aún —afirman— existe ahora el riesgo de una notable inflación a nivel mundial, como consecuencia de la base monetaria ya creada y su posible multiplicación cuando las economías se reactiven. Aseguran también que muchos Gobiernos se verán obligados a apoyar una «solución inflacionaria», como único medio para liquidar el exceso de deuda, pública y privada, hoy existente.

Son también diversas e importantes las voces alzadas a favor de una nueva conferencia internacional (Bretton Woods II) que establezca instituciones y mecanismos, no sólo para ordenar los regímenes cambia-

rios, sino para disciplinar las políticas económicas internas, como único modo de prevenir y evitar nuevas crisis globales. El Gobierno chino, en particular, se ha mostrado repetidamente a favor de la emisión de una moneda mundial (presumiblemente por parte del FMI o de una nueva institución) que sustituya a las actualmente utilizadas en las transacciones internacionales, y que asegure un adecuado suministro de liquidez global, no tan amplio como para desatar inflación generalizada ni tan estricto como para obstaculizar el crecimiento económico.

Obviamente, Estados Unidos se muestra contrario a esa solución. Como señalara Robert Mundell (1997), siempre que en la historia ha existido un poder dominante, su moneda ha jugado un papel central en el orden mundial. Tal fue el caso del shekel de Babilonia, el daric de Persia, el tetradracma griego, el denario romano, el dinar islámico, el doblón español, la libra francesa, la esterlina británica o el dólar USA. El poder dominante se beneficia del uso internacional de su moneda y tienden a vetar cualquier tipo de colaboración internacional en el que su divisa se vea reemplazada por una moneda supranacional de referencia.

3. Opciones para el futuro del SMI

Son, pues, varias las alternativas propuestas para el futuro orden monetario internacional. La mayoría de ellas permanecen en un ámbito estrictamente académico. Otras se han manifestado ya en el terreno político, aunque sin suscitar aún un apoyo mayoritario. Los hechos, sin embargo, tienden a imponer su ley y no es imposible que nuevos acontecimientos económicos, vinculados o no a la crisis actual, puedan dar un giro importante al SMI. Merece, por tanto, la pena reflexionar, siquiera sea brevemente, sobre las alternativas hasta ahora sugeridas.

A) La primera (y más elemental) alternativa consistiría en la continuidad del sistema actual, es decir, dejar las cosas como están y permitir que evolucionen lentamente, al compás de los acontecimientos. Se trata, sin duda, de

la solución preferida por Estados Unidos, poder hoy dominante, a quien, como antes se ha visto, conviene mantener su moneda como reserva internacional, aplazar en lo posible la participación de otras divisas (el euro) como referencias alternativas, y evitar la adopción de una moneda internacional, a menos que constituya el único modo de evitar una amenaza real a su hegemonía. Conviene, en definitiva, al Gobierno norteamericano maximizar el señoriaje procedente de la emisión de su moneda, durante el mayor tiempo posible.

Desde una perspectiva más amplia y menos nacionalista, no falta quienes aprecian méritos en la actual falta de sistema, es decir, en la convivencia de distintos regímenes cambiarios y diferentes actitudes ante la libertad de movimiento de capital, como se apreció en los Cuadros 1 y 2. Al menos, esta postura de *benign neglect*, ante la reciente evolución del SMI, parecía mayoritariamente compartida antes de la crisis global de 2007.

Para los que defienden esta solución el no sistema ha funcionado razonablemente. Es cierto —admiten— que no han faltado problemas desde la ruptura del patrón de cambios oro, establecido por los integrantes de la Conferencia de Bretton Woods en 1944. Tras la eliminación, en 1971, del mercado cambiario entre el dólar y el oro (en realidad, ya existía desde 1968 un *two-tier system*) se produjo un período de vacilaciones: todos los países pretendieron continuar con el anclaje de sus monedas a la divisa norteamericana³, pero el esquema resultó imposible. En 1973 se adoptó un sistema generalizado de tipos de cambio flotantes, aunque ello tampoco resultó aceptable para varios Gobiernos, en particular, para los que entonces estaban constituyendo el Mercado Común Europeo. Su adopción de una «serpiente monetaria» y, posteriormente, la creación del SME sirvieron como referencia para otros países emergentes que pre-

³ Lo hicieron a través del Smithsonian Agreement, que amplió las bandas de fluctuación desde +1 por 100 de Bretton Woods hasta el + 2,25 por 100.

ferían volver a fijar las paridades cambiarias, hasta desembocar en la actual situación, más arriba descrita. Ciertamente, la ruptura del sistema de Bretton Woods terminó con la disciplina de la convertibilidad y fueron varios, e importantes, los países que se mantuvieron en programas de expansión inflacionaria. En la década de los setenta, Estados Unidos registró la mayor tasa de inflación de su historia, incluidos períodos de guerra. Su lamentable ejemplo fue seguido, e incluso aplicado, por otros países menores.

Sin embargo, la década de los ochenta, tras la estabilización de Reagan y el énfasis en políticas de oferta, supuso un retorno generalizado hacia la estabilidad, fervientemente apoyado por Japón y Alemania que constituían, respectivamente, la segunda y tercera economía del mundo. La adopción del euro y la independencia —recién estrenada— de muchos bancos centrales aceleraron el proceso.

Ya en el siglo actual, se afirmaba que «en una dimensión importante hemos vuelto exactamente a aquellos principios que fueron eliminados desde el fin de la primera década del Siglo XX hasta comienzos de la última», en clara referencia a la estabilidad aportada por el patrón oro hasta 1914 y, comparativamente, a la generada a partir de los años ochenta. Si tal era la situación, ¿por qué modificar el «no-sistema»?

Naturalmente, las cosas han cambiado con la crisis de 2007, tras la cual no es posible seguir hablando de una estabilidad inherente al esquema actual. El número de académicos y políticos que abogan por una estrategia de simple continuismo ha disminuido apreciablemente, y son varias las alternativas que sugieren o que, al menos, parecen abrir otras vías de reflexión y análisis. Vías que no siempre resultan nuevas, aunque aparecen ahora matizadas con originales aportaciones.

B) En una celebrada conferencia, pronunciada en St. Vicent College (Letrobe, Pa.) ante la Gold Standard League, Robert Mundell (1997) había sugerido ya que el oro pasara a desempeñar, nuevamente, una función en el Sistema Monetario Internacional, aunque la naturaleza de esa función no habría de coincidir exactamente con

la que el noble metal ejerció hasta su abandono definitivo como activo monetario en 1971.

Al respecto, Mundell señalaba que, ya en los umbrales del Siglo XXI, el oro constituía todavía una parte importante de las reservas de los bancos centrales del mundo. Suponía, de hecho, el principal componente de tales reservas, tras los saldos en dólares americanos. Todavía hoy, el volumen de oro acumulado por los bancos centrales y los organismos monetarios internacionales (1.000 millones de onzas) apenas difiere del existente a principios de la década de los setenta, a pesar de que, desde entonces, se registraron ventas ocasionales por parte de tales instituciones. ¿Por qué no reincorporarlo al sistema?

Para Mundell, el patrón oro, desde su triunfo definitivo sobre el bimetalismo (1870), había constituido un sistema monetario altamente eficiente. A su amparo, el mundo conoció una era de gran desarrollo. El sistema proporcionó una base de certidumbre al comercio internacional y, con ella, una tasa apreciable de crecimiento global, con alto nivel de empleo y sensible estabilidad en precios. La libre movilidad de capitales fue casi absoluta, dada la certeza del valor de las distintas monedas acuñadas y de los resguardos de oro emitidos.

El sistema se rompió al estallar la Primera Guerra Mundial (1914) por la financiación inflacionaria de las operaciones bélicas. Parcialmente restaurado en los años veinte, aunque ya en una nueva cultura económica, fue de nuevo abandonado en la década siguiente. Desde 1944, el oro volvió a adquirir cierto protagonismo monetario como anclaje último del dólar y, por lo tanto, del llamado «patrón de cambios oro», hasta su abandono definitivo a principios de los setenta.

Cabe ciertamente preguntarse si las grandes inflaciones de activos, registradas en el transcurso del Siglo XXI (valores asociados a las tecnologías de información y comunicaciones, así como la posterior burbuja inmobiliaria) habrían sido posibles bajo un sistema amparado por el oro. Como corolario, habría de aceptarse que la crisis *subprime* y sus secuelas de recesión, desempleo y déficit públicos, nunca habrían tenido lu-

gar. Las propuestas de la «Gold Standard League» cobrarían, pues, nueva actualidad.

En sentido opuesto, Milton Friedman adujo en 2001 (como venía haciéndolo desde 1962) que cualquier posible retorno al patrón oro no era deseable ni viable, y sus argumentos deben también ser considerados, incluso después de la crisis actual. Un retorno al oro no sería, a su juicio, deseable por su alto coste, en términos de recursos destinados a la producción del mismo. Tampoco resultaría viable, porque exigiría un cambio muy profundo en el orden cultural e institucional. A principios del Siglo XX, bajo el patrón oro, los gastos públicos no representaban más del 10 por 100 del PIB mundial y los Gobiernos ejercían un control muy débil sobre las economías nacionales. Hoy, el gasto público supone más del 40 por 100 del PIB en grandes áreas del planeta, los Gobiernos intervienen enérgicamente en la economía, y los ciudadanos —mucho más demandantes de actuaciones públicas— dan por sentado que la provisión de liquidez pertenece al área de responsabilidad de los bancos centrales, no al de las compañías mineras.

La propuesta de Mundell acepta estas observaciones de Friedman, pero insiste en que el oro debe ejercer un papel moderador de la política monetaria a nivel internacional. Está, en su opinión, generalmente reconocido que las variaciones en el precio del oro constituyen un indicador adelantado y fiable, tanto de los fuertes excesos de liquidez como de sus inevitables consecuencias, en términos de grandes movimientos inflacionarios. De alguna forma, el precio del oro debería, pues, integrarse en la función objetivo de los bancos emisores de moneda de referencia, o en la de aquellas instituciones que en el futuro puedan actuar como fuente creadora de dinero internacional. De cualquier modo —concluía Mundell— el oro será parte de la estructura del sistema monetario internacional del Siglo XXI, aunque hayan de atribuírsele funciones distintas a las que desempeñó hasta principios de la centuria anterior. Quede, pues, abierta la reflexión.

C) Lejos de aceptar un retorno al oro (cualquiera que sea su nueva misión), aunque igualmente disconformes

con la situación actual, otros economistas se declaran partidarios de una nueva conferencia internacional (Bretton Woods II) que asegure la estabilidad monetaria global, restableciendo algunos de los elementos básicos del diseño alcanzado al término de la Segunda Guerra Mundial. Los recientes episodios de crisis, extremadamente graves, abonarían —en su opinión— tal propuesta, siempre que la conferencia fuera convocada con una decidida intención de reforma.

A tal efecto, se señala que el abandono de la paridad oro/dólar por parte de la Administración Nixon, en agosto de 1971, no tenía por qué haber supuesto una ruptura en el resto del esquema de Bretton Woods. De hecho, y tras una breve crisis de desconcierto, todos los países volvieron a establecer tipos de cambio fijos respecto al dólar en diciembre del mismo año, aunque la moneda norteamericana hubiera perdido ya su anclaje con el oro.

El llamado patrón de cambios oro fue, por tanto, sustituido por un patrón dólar en sentido estricto, sin alterar los restantes acuerdos de 1944, ni modificar la misión, atribuciones o recursos del Fondo Monetario Internacional, como institución central del sistema. Este nuevo esquema se rompió en junio de 1973 por los desacuerdos entre Estados Unidos y Europa respecto a la tasa de inflación deseable o admisible. En efecto, para financiar la guerra de Vietnam, Estados Unidos estaba dispuesto a admitir tasas inflacionarias que más tarde llegaron a superar los dos dígitos. Por su parte, los países europeos se sentían incómodos con tales tasas de inflación, a la vez que exigían paridades estables, para constituir un Mercado Común en el que las posiciones competitivas no se vieran alteradas por modificaciones de tipos de cambio. Conscientes de que vincular todas sus monedas al dólar implicaba importar la tasa de inflación americana, prefirieron romper sus vínculos cambiarios con Estados Unidos y usar sus propios esquemas.

Pero —argumentan los partidarios de un nuevo Bretton Woods— la ruptura del sistema no era necesaria. El patrón dólar podía haberse mantenido si Estados Unidos, como emisores de la moneda de reserva, hubieran apli-

cado una política monetaria menos permisiva (como, de hecho, llevaron a cabo pocos años después), o si los países europeos hubieran aceptado una tasa de inflación algo mayor. En todo caso, nunca hubiera sido tan alta como la que experimentaron en los años siguientes a la ruptura del acuerdo.

Restablecer un sistema de paridades constantes (o fijas, pero ajustables) tendría, según los partidarios de un nuevo Bretton Woods, ventajas sustanciales, siempre que el emisor de la moneda de referencia aceptara unos criterios mínimos de estabilidad en su política monetaria, condición que —insisten— debería incorporarse al nuevo acuerdo con la máxima claridad.

El nuevo sistema diferiría, pues, del antiguo (Bretton Woods I) en algunos aspectos importantes. La moneda de reserva no aparecería vinculada al oro, o a ninguna otra materia prima, por lo que el mundo gozaría de mayores grados de libertad, en cuanto a generación de la liquidez necesaria para financiar el crecimiento global. No obstante, el emisor de la reserva se comprometería a aplicar una política monetaria disciplinada, que tuviera en cuenta no sólo las condiciones internas, sino también las circunstancias de la economía global. Los restantes países aceptarían, pues, la tasa de inflación del país emisor (¿también en cuanto a inflación de activos?), renunciando formalmente a cualquier intento de aplicar una política monetaria propia.

El problema es que Bretton Woods I fue aplicado en un mundo de restricciones generalizadas a los movimientos financieros internacionales (la denominada «cuenta de capital» quedó excluida de los artículos fundacionales del FMI) y ni siquiera en esas condiciones pudo evitar frecuentes crisis cambiarias. Cómo hacer funcionar Bretton Woods II en el actual contexto de globalización financiera, y con plena libertad de movimientos de capital, sería una de las grandes cuestiones a resolver. Sus partidarios subrayan la necesidad de establecer mecanismos de fijación cambiaria más sólidos que los acordados en 1944, quizá persuadiendo a todos los países para que adoptaran un *currency board*, sin más actuaciones de sus bancos centrales que las im-

prescindibles para cambiar moneda local por la de reserva (o a la inversa) al tipo de cambio prefijado.

Obviamente, el nuevo esquema Bretton Woods requeriría una actitud de cooperación mucho más generalizada que la aplicada en el antiguo, y un organismo de supervisión (el FMI) muy reforzado en cuanto a sus capacidades de vigilancia y sancionadoras. Precisamente para ello, los partidarios de este esquema sugieren la convocatoria de una nueva conferencia internacional, que, en su opinión, debió celebrarse ya en 2008, aunque admiten que resultará menos probable cuanto más nos alejemos de las consecuencias de la crisis financiera mundial. Una crisis, advierten, que corremos grave riesgo de repetir.

D) En el extremo opuesto a la implantación de un Bretton Woods renovado, se encuentra la propuesta —ya abanderada por Milton Friedman en 1962, aunque nunca ensayada— de propiciar una abierta competencia de distintas monedas como activos de reserva internacional, y de permitir que todas las paridades se determinaran en mercados cambiarios libres, sin intervención alguna por parte de los bancos centrales. Éstas quedarían explícitamente prohibidas.

En un abierto enfrentamiento dialéctico con Mundell, casi 50 años después de su propuesta inicial, Milton Friedman (2001) subrayaba que la ruptura del sistema de Bretton Woods no había sido casual, ni provocada por factores accidentales en el comportamiento económico de los distintos países. Fue, en su opinión, debida a intensas fuerzas tendenciales, tanto en el orden económico como en el político. No tendría, por tanto, ningún sentido tratar de restablecer el esquema de Bretton Woods, ni siquiera en versión revisada. En palabras de Friedman, «bajo el esquema diseñado en 1944, diversos países trataron de utilizar el impuesto inflacionario como instrumento de financiación del desarrollo económico. Fueron impulsados a ello por el hecho de que, en un mundo de tipos de cambio fijos, todo Gobierno puede beneficiarse de una excesiva expansión doméstica, imponiendo, a través de ella, un coste a los restantes miembros del sistema. Las ventajas de

tal actuación continuarán mientras los otros países estén dispuestos a aceptar la moneda del infractor a una tasa cambiaria constante. La evidente facilidad para posponer el *evil day* hasta después de las siguientes elecciones, supone un incentivo para cualquier político profesional».

De acuerdo con este argumento —en modo alguno desdeñable— la principal ventaja de generalizar, y aún de imponer, una flexibilidad completa de los tipos de cambio estribaría en que, bajo tal esquema, todo país experimentaría los beneficios y los costes sociales de su propia política monetaria, sin penalizar indebidamente a los demás, lo que reduciría seriamente la posibilidad de conflictos globales. En la disyuntiva entre estabilizar los precios internos o estabilizar los tipos de cambio, todos los Gobiernos habrían de optar por lo primero, para evitar efectos de *spillover* sobre los demás. De cualquier forma, si todos actuaran con suficiente prudencia monetaria, los propios mercados cambiarios generarían paridades estables; en caso contrario, los infractores resultarían inmediatamente penalizados con una depreciación de su moneda y con los efectos sociales negativos que de ella se derivan.

Ciertamente, las paridades fijas reducen los costes de transacción cambiarias y, en ese sentido, facilitan tanto el comercio como los movimientos internacionales de capital, en mayor medida que las paridades flotantes. Los defensores de un sistema de flotación generalizada subrayan, sin embargo, que los tipos de cambio artificialmente fijados incrementan la frecuencia e intensidad de crisis financieras internacionales, a la vez que dificultan el ajuste de distintos países ante *shocks* asimétricos, tendiendo a perpetuar desequilibrios de balanza de pagos. De nuevo, en palabras de Milton Friedman, «si los precios (y salarios) internos tuvieran la misma flexibilidad potencial que los tipos de cambio, no habría ninguna diferencia entre ajustes internos o modificaciones cambiarias. Pero tal condición no se da. Los tipos de cambio son potencialmente mucho más flexibles y por tanto más convenientes como mecanismo de ajuste, al igual que cambiar la hora oficial (lo hacemos dos veces

al año) resulta más eficaz que persuadir a todos los ciudadanos para que modifiquen sus horarios de trabajo y descanso».

En todo caso, nótese que, para que el esquema de flexibilización generalizada funcionase en su integridad, se requeriría también un acuerdo internacional (en Bretton Woods u otro lugar) que permitiera a los bancos centrales cualquier tipo de actuación, excepto la intervención en los mercados cambiarios, es decir, lo opuesto a un *currency board* o a cualquier otro esquema de *hard peg*. En ausencia de tal acuerdo mundial, nada podrá impedir, por ejemplo, que China y otros países continúen manipulando el tipo de cambio y generando aquellos desequilibrios permanentes que están en la base de todas las crisis financieras internacionales registradas en las últimas décadas.

E) Entre las alternativas teóricas de reforma restaría, por último, la aspiración —tantas veces planteada— de crear una moneda mundial de reserva, distinta de cualquiera de las divisas nacionales utilizadas hasta ahora, y puesta en circulación por el Fondo Monetario Internacional, a modo de banco emisor global.

A este respecto, recuerda Mundell (1997) que ya propuestas de este tipo fueron barajadas en la propia conferencia de Bretton Woods. En efecto, a principios de 1944 Franklin D. Roosevelt dio instrucciones a Henry Morgenthau (entonces secretario del Tesoro) para iniciar «planes orientados a la implantación de una moneda internacional después de la guerra». Tras la apertura de la conferencia, en New Hampshire, Harry Dexter White y los técnicos de la Tesorería norteamericana presentaron un programa que incluía la creación de una moneda mundial, denominada UNITAS. En Londres, Lord Keynes había diseñado un plan paralelo, tendente a emitir una moneda global, vinculada al oro y denominada BANCOR. En Bretton Wood, la delegación británica mantuvo y defendió esta propuesta, pero los norteamericanos habían abandonado ya la idea, e impusieron la utilización del dólar, guiados por un interés nacional en capturar el señoraje inherente a la emisión de la reserva mundial.

Tras la ruptura del esquema, en 1971, economistas franceses intentaron resucitar la propuesta en el ámbito académico. Más recientemente (tras la crisis de 2007), el Gobierno chino ha contestado a las acusaciones de manipulación del tipo de cambio del renminbi, argumentando que los fuertes desequilibrios de balanzas de pagos no se deben, en realidad, a las intervenciones cambiarias de su banco central, sino a un exceso de gasto interno norteamericano. Un gasto que —en su apreciación— ha llegado a alcanzar proporciones exageradas, al amparo de la emisión de dólares como activo de reserva. La creación de una nueva moneda internacional respondería, pues, no sólo a una distribución más equitativa del señoriaje, ni sólo a una generación de liquidez más acorde con parámetros económicos globales, sino también a criterios de estabilidad y equilibrio de balanzas de pagos.

En su discurso ante la reunión anual del comité de Bretton Woods (26 febrero 2010) el director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, subrayó que durante la crisis de 2007 varios países emergentes no habían podido encontrar en el FMI el amparo de un «prestamista de última instancia», por lo que habían tenido que dirigirse a la Reserva federal norteamericana o a otros bancos centrales para realizar los correspondientes *swaps*. El Fondo debería, en su opinión, jugar inmediatamente un papel más activo en la provisión de liquidez internacional. A largo plazo, sin embargo, el problema no es determinar la misión y recursos del FMI, sino dilucidar en qué medida se necesita un nuevo activo de reserva global. La creación de una moneda mundial plantearía obvios problemas, no sólo en cuanto a la distribución del señoriaje, sino en cuanto a la gobernabilidad de la entidad emisora y la toma de decisiones relativas a la política monetaria global. «Pero algún día —concluyó Strauss Kahn— el Fondo puede ser llamado a proporcionar ese activo, similar en algunos aspectos al DEG, aunque con importantes diferencias en otros extremos. Todavía no ha llegado la hora, pero estimo que explorar tal idea resulta intelectualmente sano».

Entre los escépticos a este proyecto, se subraya que el mundo está muy lejos de responder al modelo de un área monetaria óptima, de acuerdo con los parámetros que definen tal situación ideal. Los 186 países que integran el FMI tienen estructuras económicas muy distintas y son proclives a *shocks* de diversa intensidad. Muy pocos de ellos gozan de una razonable flexibilidad en precios y salarios. Por lo demás, no existe perfecta movilidad de personas y capitales, ni se dispone de políticas fiscales coordinadas. La experiencia del euro ha demostrado que una moneda única requiere una estrecha interrelación política, que el mundo está muy lejos de alcanzar. Paul Volcker señala que «una economía global necesita una moneda global», pero es muy probable que tal moneda necesite, a su vez, un Gobierno mundial o, al menos, un acuerdo político de alcance planetario.

De nuevo es Mundell (2001) quien aporta una solución de ruptura, al proponer una moneda mundial, aunque no necesariamente (o no por el momento) una moneda mundial única. Podría, en su opinión, establecerse un régimen de *hard peg* entre las tres monedas dominantes (dólar, euro y yen) y utilizar una unidad, por ellas integrada, como plataforma para lanzar una futura moneda mundial, bajo los auspicios de la Junta de gobernadores del FMI.

La propuesta, basada en otra previa (1968), incluiría una moneda mundial (denominada INTOR), pero los países podrían usar su propia moneda nacional, como subdivisión de aquella, en las transacciones internas. Por supuesto, los tipos de cambio serían fijados al *intor* siguiendo los principios de un auténtico *currency board*. El *intor* y las monedas nacionales circularían en cada país, a condición de que las emisiones de estas últimas no fueran superiores a una determinada proporción (quizá 75 por 100) del total.

Al menos en sus comienzos, el esquema de Mundell no sería obligatorio, pero los países que se integraran en el mismo habrían de mantener disciplina monetaria y fiscal. Si no lo lograran, podrían optar por abandonar el sistema, aunque en tal caso habrían de sufrir las inevita-

bles consecuencias de inestabilidad monetaria y tipos de interés más altos para su deuda exterior.

Ciertamente, el mundo se encuentra lejos de la unidad monetaria reclamada por la economía global, pero quizá convendría, como mínimo, seguir profundizando en reflexiones tendentes a ello. Serían —ya lo decía Strauss-Kahn— «intelectualmente sanas».

Salvo que una nueva crisis —o fuerte agravamiento de la actual— estimule ideas de ruptura, como algunas de las hasta aquí expuestas, parece más razonable esperar una evolución pausada en la estructura del SMI, de acuerdo con tendencias ya hoy observables.

En muchos ámbitos financieros se ha impuesto la clara conciencia de que existen demasiadas monedas en el mundo. Un número reducido de ellas ha desaparecido ya, mediante el fenómeno de la dolarización en el área latinoamericana. Por el mismo motivo, podría, quizá, pensarse en una gradual «eurización» de países mediterráneos o africanos, y no son escasas las voces alzadas a favor de una cierta integración monetaria asiática.

Entre las monedas subsistentes (todavía en número apreciable), Eichengreen y Razo-García señalan que, a medida que la movilidad de capitales se imponga, serán cada vez más los países que abandonen el régimen intermedio de *soft pegs* o flotación sucia, en cualquiera de sus versiones. Los países avanzados han abandonado en masa ese sistema, pero los emergentes, o las economías en vías de desarrollo, tardarán algo más (quizá 20 años) en lograr una situación equivalente a la de aquéllos. Después de todo, la libertad de movimientos de capital requiere tiempo y esfuerzo para construir sólidas entidades financieras e instituciones apropiadas de su-

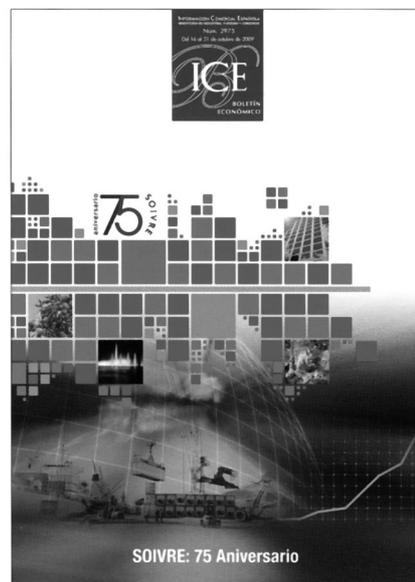
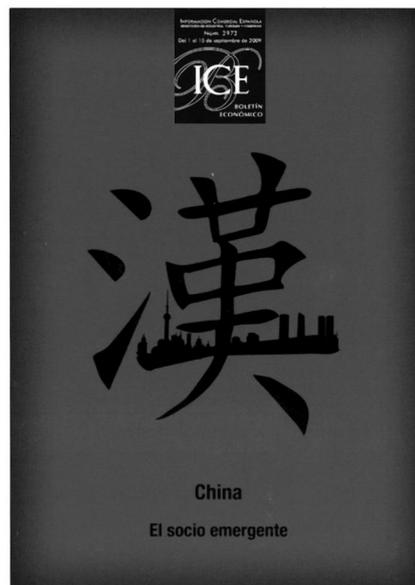
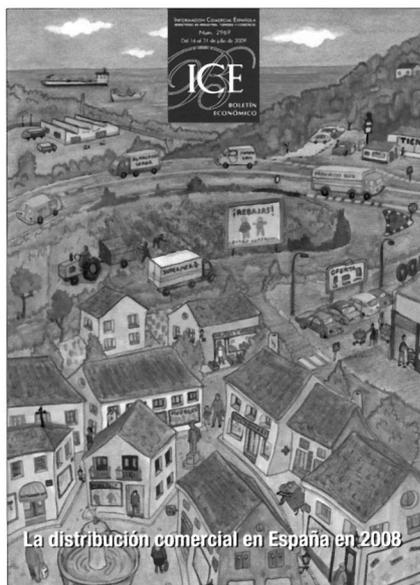
pervisión bancaria, aunque, en ambos sentidos, los países en desarrollo hayan registrado avances graduales en años recientes, mientras las economías del primer mundo evidenciaban algunas deficiencias, antes insospechadas.

Una vez agotados los movimientos de dolarización o eurización, ¿hacia cuál de los extremos (paridades flexibles o *hard pegs*) se producirá ese movimiento gradual? Muy probablemente hacia el modelo de plena flotación cambiaria adoptado por las economías avanzadas. Sólo cuando, además de sólidas instituciones domésticas, se disponga de firme voluntad de integración política, será posible abandonar las monedas nacionales en favor de una divisa común. Quizá el desarrollo futuro de la UME pueda servir de guía para ello.

Referencias bibliográficas

- [1] ALESINA, A. y WAGNER, A. (2003): «*Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes*», NBER Working Paper 9809.
- [2] EICHENGREEN, B. y RAZO-GARCÍA, R. (2005): «*The International Monetary System in the Last (and Next) 20 Years*», paper presented at the meeting of the 20th anniversary of *Economic Policy*.
- [3] FRIEDMAN, M. y MUNDELL, R. (2001): «*One World, One Money?*» *Option Politiques*, mayo.
- [4] MUNDELL, R. (1997): «*The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Come Back?*», St Vincent College, marzo.
- [5] MUNDELL, R. (2002): «*The International Monetary System at the Beginning of the New Millenium*», Department of Economics, Columbia University, N.Y., marzo.
- [6] STRAUSS-KAHN, D. (2010): «*An IMF for the 21st Century*», Bretton Woods Committee, Annual Meeting, 26 de febrero.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47