

UNA REVISION DEL SIGLO XX*

Robert A. Mundell**

En las páginas que siguen ofrecemos la conferencia pronunciada por Robert A. Mundell al recibir el Premio Nobel de Economía 1999 «por su análisis de la política monetaria y fiscal bajo distintos regímenes de tipo de cambio, y su análisis de las áreas monetaria óptimas». Profesor de Economía durante más de 40 años, asesor de gran número de organismos internacionales y de varios gobiernos, miembro de diversos grupos de estudio y comités de asuntos monetarios internacionales, autor de un vasto número de trabajos y artículos sobre teoría económica y economía internacional, Mundell preparó uno de los primeros planes para la introducción de una moneda común en Europa. Se le considera el padre de las áreas monetarias óptimas y pionero en la teoría de la combinación de políticas monetaria y fiscal, la teoría de la inflación y el interés y el crecimiento, el enfoque monetario de la balanza de pagos, y cofundador de la economía de la oferta. Ha escrito también extensamente acerca de la historia del sistema monetario internacional, eje de este discurso, que hasta ahora no había sido publicado en español.

Palabras clave: *economía internacional, relaciones monetarias internacionales, sistema monetario internacional, tipo de cambio, patrón oro, siglo XX.*

Clasificación JEL: F01, F30.

Comparado con los precedentes, el XX ha sido un siglo de grandes extremos. Los primeros años fueron una plácida continuación de la paz del XIX. Pero a esta calma, previa a la tormenta, siguieron la Primera Guerra Mundial, el comunismo, la hiperinflación, el fascismo, la depresión, el genocidio, la Segunda Guerra Mundial, la bomba atómica y la ocupación soviética de Europa del Este.

Más tarde vino un período de relativa estabilidad, caracterizado por el equilibrio del terror de la Guerra Fría, la Alianza Atlántica y la descolonización. Al finalizar el siglo, la Guerra Fría termina, el Imperio Soviético es desmantelado, la democracia llega a Europa del Este, la *Pax Americana* prospera y nace el euro. La clave para entender el siglo XX se encuentra, pues, en los vínculos entre las primeras y las últimas décadas, los «pilares» del siglo.

En 1906, Whitelaw Reid, Embajador de Estados Unidos en Gran Bretaña, pronunció una conferencia en la Universidad de Cambridge con el título «El hecho más importante de la historia moderna», para la cual al orador —diplomático, periodista y político— se le dio como tema ¡el nacimiento y desarrollo de

* MUNDELL, R. A.: «A Reconsideration of the Twentieth Century». Versión revisada de la conferencia pronunciada por el autor en Estocolmo, Suecia, el 10 de diciembre de 1999, con motivo de la concesión del Premio Nobel de Economía otorgado por el Banco de Suecia en memoria de Alfred Nobel.

Los derechos pertenecen a The Nobel Foundation y se publica en español con autorización de dicha fundación y por cortesía del autor.

** C. Lowell Harris Professor of Economics. Columbia University.

Estados Unidos!¹. No podía ser obvio, por entonces, que éste era precisamente «el hecho más importante de la historia moderna», pero lo cierto es que en cuestión de tan sólo dos siglos una pequeña colonia se había convertido en la mayor economía mundial. La primera década del siglo proporcionó indicios de lo que la última década confirmaría, esto es, el predominio norteamericano. ¡Olviden los setenta y cinco años que van de 1914 a 1989!

Un tema fundamental de mi discurso de hoy es el papel de Estados Unidos en lo que acertadamente se ha denominado el «siglo americano». Quiero poner de manifiesto aquí el papel del factor monetario como determinante de los acontecimientos políticos. Más concretamente, mostraré que muchos de los cambios políticos de este siglo han sido causados por perturbaciones en el sistema monetario internacional que han sido escasamente entendidas, perturbaciones que, a su vez, han sido consecuencia de la expansión de Estados Unidos y de los errores de su brazo financiero, el Sistema de Reserva Federal.

El siglo XX comenzó con un sistema monetario internacional altamente eficiente, que fue destruido en la Primera Guerra Mundial, y su torpe reinstauración en el período de entreguerras trajo consigo la Gran Depresión, Hitler y la Segunda Guerra Mundial. Los nuevos acuerdos monetarios que le sucedieron fueron más dependientes de las políticas del dólar seguidas por el Sistema de Reserva Federal que de la disciplina respecto al oro. Cuando finalmente se cortó la vinculación con el oro, el Sistema de Reserva Federal se vio inmerso en la inflación más galopante que Estados Unidos ha conocido, al menos desde los días de la Guerra de la Revolución. A pesar de todo, al terminar el siglo se ha producido un proceso de reaprendizaje que ha creado un marco completa-

mente nuevo, lo que permite aprovechar algunas de las ventajas del sistema con el que comenzó el siglo.

El siglo puede dividirse en tres partes casi iguales y bien diferenciadas. La primera, de 1900 a 1933, es la historia del patrón oro, su fracaso durante la guerra, su fallida restauración en los años veinte y su desaparición en los primeros treinta. La segunda parte, de 1934 a 1971, comienza con la devaluación del dólar y la fijación del precio del oro en 35 dólares la onza, y finaliza cuando Estados Unidos suprime la paridad del dólar con el oro. La tercera parte del siglo, de 1972 a 1999, comienza con la instauración de tipos de cambio flexibles y continúa con el consiguiente estallido de la inflación galopante y el estancamiento económico de los años setenta, la aplicación de la economía de la oferta, en la década de los ochenta, y el regreso a la estabilidad monetaria y el nacimiento del euro, en la década de los noventa. El siglo termina, sin embargo, con nuestro sistema monetario en déficit, en contraste con la primera década del siglo, y eso es señal de que hay tareas pendientes para las décadas que se avecinan.

1. Una mala gestión del patrón oro

El patrón oro funcionó correctamente a principios del siglo XX facilitando el comercio, los pagos y los movimientos de capital. Las balanzas de pagos se mantenían equilibradas con tipos de cambio fijos mediante un mecanismo de ajuste que funcionaba, en buena medida, automáticamente. El nivel de precios mundial podía presentar tendencias a largo plazo, pero las tasas de inflación o deflación anuales eran bajas, tendían a contrarrestarse y mantenían el valor del dinero a largo plazo. El sistema proporcionó un alto grado de integración monetaria y de estabilidad a escala mundial.

Sin embargo, los sistemas monetarios internacionales no son estáticos. Tienen que ser consistentes y evolucionar con la configuración de poder de la economía mundial. Los patrones oro, plata y bimetálico habían funcionado bien en un mundo descentralizado en el que las políticas de ajuste eran automáticas. Pero, en las décadas previas a la Primera Guerra Mundial, los

¹ REID (1906). La nota del editor dice: «El siguiente discurso lo preparó, a invitación de la Universidad de Cambridge, el Embajador de Estados Unidos en Gran Bretaña, y fue pronunciado en la Cámara del Senado... Las autoridades de la Universidad determinaron el tema. El embajador dijo entonces que él nunca lo hubiese escogido para aquel auditorio, pero que cuando le fue dado, no quiso evitarlo...».

bancos centrales de las grandes potencias se habían convertido en los oligopolistas del sistema. La eficacia y la estabilidad del patrón oro empezaron a depender cada vez más de las políticas discrecionales de unos pocos bancos centrales. Esta tendencia aumentó con la creación del Sistema de Reserva Federal en Estados Unidos, en 1913. El Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, que dirigía el sistema, centralizó todo el poder monetario de una economía que había crecido hasta hacerse tres veces más grande que la de cualquiera de sus más cercanos competidores, Gran Bretaña y Alemania. La historia del patrón oro devino cada vez más la historia del Sistema de Reserva Federal.

La Primera Guerra Mundial conllevó la inestabilidad del oro. Tal inestabilidad comenzó cuando el gasto deficitario sacó a los países europeos en guerra del patrón oro y el oro llegó a Estados Unidos, donde el recién creado Sistema de Reserva Federal lo monetizó, duplicando el valor del dólar y reduciendo a la mitad el valor real del oro². La inestabilidad continuó cuando, tras la guerra, la Reserva Federal logró una fuerte deflación durante la recesión de 1920-1921³, llevando el valor nominal del dólar (y del oro) un 60 por 100 en dirección hacia su equilibrio previo a la guerra, un nivel que la Reserva Federal mantuvo hasta 1929.

Este es el contexto en el que el resto del mundo, liderado por Alemania, Gran Bretaña y Francia, decide regresar al patrón

oro. El problema era que, con los precios mundiales (en dólares) aún un 40 por 100 por encima de su equilibrio previo a la guerra, el valor real de las reservas y las provisiones de oro era proporcionalmente menor. Al mismo tiempo, el oro monetizado estaba mal distribuido, al permanecer la mitad en Estados Unidos. Además, la incertidumbre respecto a los tipos de cambio y las reparaciones (que estaban fijadas en oro) aumentó la demanda de reservas. Ante esta situación, la creciente demanda de oro que suponía la vuelta al patrón oro, ¿no iba a causar una deflación? Algunos economistas, como el francés Charles Rist, el austriaco Ludwig von Mises y el sueco Gustav Cassel⁴, así lo creyeron⁵.

Cassel (1925) fue bastante explícito, incluso antes de que Gran Bretaña regresara al patrón oro:

«Por supuesto, el patrón oro no puede garantizar una estabilidad en el nivel general de precios de un país mayor que la que posee el propio valor del oro. En la medida en que la estabilidad del nivel general de precios es deseable, nuestro trabajo para el restablecimiento del patrón oro debe ser completado con esfuerzos para mantener el valor del oro tan constante como sea posible... Con el estado actual de la producción de oro, puede darse por seguro que dentro de un tiempo relativamente breve, quizá en una década, a la actual superabundancia de oro le seguirá, como consecuencia de la creciente demanda, una marcada escasez de este metal precioso, lo que tenderá a causar una caída de los precios...»

² Desde un punto de vista formal, se podría decir que Estados Unidos suspendió el patrón oro cuando, entre septiembre de 1917 y junio de 1918, el presidente Wilson prohibió la exportación libre de oro, utilizando, por extraño que parezca, la Ley de Espionaje de junio de 1917 (JASTRAM, 1981: 124). Sin embargo, la convertibilidad interna de billetes en oro siguió siendo legal, así que *de facto* el patrón oro, en lo que a la población concernía, siguió estando vigente.

³ Fue este episodio de inestabilidad del dólar y el oro el que llevó a Keynes, en su *A Tract on Monetary Reform* (1923), a centrarse en el conflicto entre estabilidad «interna» y «externa». Con su valor reduciéndose a la mitad, y después subiendo vertiginosamente con la deflación posterior a la guerra, el oro parecía un ancla inestable para otras monedas. Basándose en este episodio, Keynes defendió la estabilidad interna (un nivel estable de precios) por encima de la estabilidad externa (un tipo de cambio fijo o un precio oro), principalmente porque creía que la Reserva Federal dominaría el sistema internacional cuando aún no había demostrado su capacidad para una gestión competente.

⁴ Traté este tema en una ponencia que presenté con ocasión del centenario del nacimiento de Jacques Rueff (vease MUNDELL, 1996). Debo mencionar aquí también a John Parke Young, un joven profesor de Princeton que fue nombrado como el hombre de la Comisión Oro y demostró un conocimiento considerable del problema resaltado por Cassel, Rist y von Mises (véase YOUNG, 1925).

⁵ Existía considerable evidencia en la historia monetaria de que restaurar un patrón metálico supondría crear tendencias deflacionistas, como ocurrió cuando Gran Bretaña implantó en India el patrón plata a mediados del siglo XVIII, cuando Gran Bretaña y otros países volvieron a patrones oro o plata tras las Guerras Napoleónicas, o cuando algunos países pasaron de la plata al oro tras el fracaso del bimetallismo, a principios de la década de 1870.

Cuando el patrón oro fue establecido de nuevo, Cassel llevó más allá su razonamiento, advirtiendo que sería necesario economizar el uso monetario del oro si se quería evitar una depresión. En 1928 escribió:

«El gran problema que se nos plantea es el de cómo hacer frente a la creciente escasez de oro que amenaza al mundo, tanto por el crecimiento de la demanda, como por la disminución de la oferta. Debemos resolver este problema mediante una restricción sistemática de la demanda monetaria de oro. Sólo si lo logramos, podremos impedir una caída permanente en el nivel general de precios y una depresión mundial y duradera que estaría inevitablemente ligada a dicha caída de precios»⁶.

Rist, Mises y Cassel demostraron tener razón. La deflación se veía venir a finales de los años veinte por la caída de los precios de los productos agrícolas y de las materias primas. El *crack* de Wall Street en 1929 fue otro síntoma, y la deflación generalizada comenzó en 1930. Que la deflación era un fenómeno generalizado aunque dispar puede verse por el porcentaje de pérdidas en los precios al por mayor de varios países entre 1929 y septiembre de 1931 (mes en el que Gran Bretaña dejó el patrón oro): Japón, 40,5; Holanda, 38,1; Bélgica, 31,3; Italia, 31,0; Estados Unidos, 29,5; Reino Unido, 29,2; Canadá, 28,9; Francia, 28,3; Alemania, 22,0⁷.

El precio nominal del dólar tocó fondo en 1932 y 1933. Las cifras más destacadas del nivel de precios de 1914 a 1934 se ofrecen en el Cuadro 1.

⁶ Más tarde, en aquel mismo año, Keynes se dio cuenta de lo que significaba la restauración del patrón oro (el mismo al que se había opuesto antes con el argumento de que la Reserva Federal podría no ser capaz de mantener el oro estable) debido a la demanda de oro, y le preocupaban especialmente las implicaciones de la ley monetaria francesa de 1928 que, en efecto, requería respaldo del oro para cada nuevo billete francés. El gobernador Moreau comenzó a convertir incluso saldos actuales en oro, poniendo en apuros al Banco de Inglaterra. Para una extensa discusión de la ley monetaria francesa, véase H. Clark JOHNSON (1997).

⁷ Las cifras son del *US Bureau of Foreign and Domestic Commerce. Commerce Reports*, noviembre 9, 1931, página 301. Citado en JASTRAM (1981 página 99).

CUADRO 1
PRECIOS AL POR MAYOR, 1914-33

Año	1930 = 100	Año	1930 = 100
1914.....	78,4	1924.....	113,5
1915.....	80,5	1925.....	119,7
1916.....	98,9	1926.....	115,7
1917.....	135,9	1927.....	110,5
1918.....	152,0	1928.....	112,1
1919.....	160,3	1929.....	110,1
1920.....	178,7	1930.....	100,0
1921.....	113,0	1931.....	84,3
1922.....	111,9	1932.....	75,3
1923.....	116,4	1933.....	76,2

FUENTE: Índice de precios al por mayor, *Bureau of Labor Statistics*. Adaptado de la tabla 21 de JASTRAM (1982: 206).

Durante décadas, los economistas se han esforzado en determinar las causas de la deflación y la depresión de los años treinta. La abundante bibliografía que se ha escrito sobre este tema ha fomentado más la discusión que la claridad. Una de las controversias radicaba en determinar si la depresión había sido causada por una variación de la demanda agregada o por una caída de la oferta monetaria. Por supuesto, la respuesta es ¡por ambas! Pero ninguna de las teorías —monetarista o keynesiana— habría sido capaz de predecir la caída de la oferta monetaria o de la demanda agregada con antelación. Ambas hundían sus raíces en modelos de economías cerradas a corto plazo que no podían incorporar los efectos del patrón oro durante y tras la Primera Guerra Mundial. En cambio, la teoría de que la deflación fue provocada por la vuelta al patrón oro era no sólo previsible, sino que de hecho fue, como hemos indicado antes, prevista.

El patrón cambio oro estaba ya en aprietos cuando comenzó la deflación. Entró en su fase crítica con la quiebra, en la primavera de 1931, del Viennese Creditanstalt, el mayor banco de Europa Central, provocando una reacción en cadena que se extendió hasta Alemania, donde fue afrontada con políticas monetarias deflacionistas y una nueva imposición de controles, y hasta Gran Bretaña, donde, el 21 de septiembre de 1931, se sacó a la libra del

oro. Varios países, sin embargo, habían precedido a Gran Bretaña en su abandono del patrón oro: Australia, Brasil, Chile, Nueva Zelanda, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, mientras que Austria, Canadá, Alemania y Hungría impusieron controles. Un buen número de países siguió a Gran Bretaña en esta medida.

Mientras tanto, Estados Unidos se mantuvo en el patrón oro para sobrevivir. Después de haber realizado su paso a una política monetaria que tenía como objetivo la estabilidad de precios, en vez del mantenimiento del patrón oro, regresó a este último en un momento clave, a principios de la década de los treinta. En lugar de inyectar liquidez en el sistema, se decidió defender el patrón oro. Inmediatamente después de que Gran Bretaña abandonase el patrón oro, en octubre de 1931, la Reserva Federal subió el tipo de redescuento en dos pasos, del 1 ½ al 3 ½ por 100, hundiendo a la economía aún más en el lodo de la deflación y la depresión, y agravando la crisis bancaria. Como hemos visto, los precios al por mayor cayeron un 35 por 100 entre 1929 y 1933.

La deflación monetaria se transformó en depresión debido a los *shocks* fiscales. El primero fue el arancel Smoot-Hawley, que produjo represalias en el exterior: entre 1929 y 1933 las importaciones cayeron un 30 por 100 y, lo que es más importante, las exportaciones descendieron incluso más, casi un 40 por 100. El 6 de junio de 1932, el Congreso, dominado por el partido demócrata, aprobó, y el presidente Herbert Hoover firmó, en un ataque de manía por el equilibrio presupuestario, una de sus leyes menos acertadas, la *Revenue Act* de 1932, una ley que promulgaba la subida de impuestos más elevada en términos porcentuales decretada en la historia de Estados Unidos en período de paz. El desempleo aumentó hasta un 24,9 por 100 de la población activa en 1933 y el producto interior bruto disminuyó un 57 por 100 en términos nominales y un 22 por 100 en términos reales⁸.

⁸ El establecimiento de la *National Industrial Recovery Act* en 1933 hizo más daño al suspender las leyes antimonopolio, fomentar cárteles y sindicatos, disminuir los diferenciales salariales, limitar las horas de trabajo a 35 semanales e imponer salarios mínimos, antes de ser declarada inconstitucional en 1935.

La crisis bancaria estaba entonces en pleno apogeo. Las quiebras habían aumentado desde una media de 500 por año en los años veinte a 1.350 en 1930, 2.293 en 1931 y 1.453 en 1932. Una de las primeras medidas de Franklin D. Roosevelt cuando asumió la presidencia en marzo de 1933 fue la de prohibir las exportaciones de oro. Después del 20 de abril, se permitió que el dólar flotase en sentido descendente.

La deflación de los años treinta era el reflejo inverso de la subida del nivel de precios en tiempos de guerra que no había sido corregida durante la recesión de 1920-21. Cuando los países abandonan el patrón oro, el oro cae en valor real y el nivel de precios, en los países que se mantienen en el oro, aumenta. Cuando los países entran en el patrón oro, el oro aumenta su valor real y el nivel de precios cae. La apreciación del oro en los años treinta era el reflejo inverso de la depreciación del oro en la Primera Guerra Mundial. El nivel de precios del dólar en 1934 era el mismo que en 1914⁹. La deflación de los años treinta debe ser vista no como una extraordinaria «crisis del capitalismo», cosa que los marxistas estaban predispuestos a asegurar, sino como la continuación de una pauta que ya había aparecido de forma bastante previsible anteriormente —cada vez que los países cambiaban o volvían a un patrón monetario—. La deflación de la década de 1930 tiene precedentes en las décadas de 1780, 1820 y 1870.

¿Qué veredicto podemos formular para este tercio del siglo? En primer lugar, que el Sistema de Reserva Federal fue terriblemente culpable por su inconsistencia en momentos críticos. Se mantuvo fiel al patrón oro entre 1914 y 1921, cuando el oro se había vuelto inestable. Cambió a una política de estabilidad de precios en la década de los veinte, que tuvo éxito. Pero cambió otra vez para regresar al patrón oro en el peor momento que

⁹ Fue, por supuesto, en parte una coincidencia que los niveles de precios en 1914 y 1933 fueran más o menos los mismos. Si el patrón oro hubiese estado vigente durante el período, con o sin la catástrofe de la guerra mundial, el precio real del oro podría haber cambiado por las mismas razones por las que cambió a lo largo de la historia del patrón oro. En todo caso, la influencia básica de la restauración del patrón oro en la nueva caída de los precios difícilmente puede ser cuestionada.

pueda imaginarse, cuando el oro se había vuelto de nuevo inestable. El hecho infortunado fue que, de los bancos centrales importantes, el que menos experiencia tenía —el «chico nuevo del barrio»— poseía el impresionante poder de hacer o deshacer el sistema por sí solo.

Pero las economías europeas no fueron en absoluto inocentes en este episodio. Fueron estos países los que cambiaron el *status quo* y entraron en el patrón oro sin sopesar las consecuencias. No supieron aprovechar las lecciones de la historia: que un movimiento concertado para entrar en, o abandonar, un patrón metálico trae consigo, respectivamente, inflación o deflación. Tras una gran guerra en la que el líder monetario ha sufrido la inflación y el oro, en consecuencia, queda subvalorado, una vuelta al patrón oro sólo sería consistente con la estabilidad de precios si se aumentase el precio del oro. Faltando tal circunstancia, a estos países les hubiese ido mejor si hubiesen seguido el consejo de Keynes de sacrificar los beneficios de los tipos de cambio fijos bajo el patrón oro y, en su lugar, estabilizar los precios de las materias primas y no el del oro.

Si el precio del oro se hubiese incrementado a finales de la década de los veinte o, como alternativa, si los principales bancos centrales hubiesen seguido políticas de estabilidad de precios en lugar de adherirse al patrón oro, ni la Gran Depresión, ni la revolución nazi, ni la Segunda Guerra Mundial habrían tenido lugar.

2. La combinación de políticas bajo el patrón dólar

En abril de 1934, tras un año con tipos de cambio flexibles, Estados Unidos regresó al patrón oro¹⁰ tras una devaluación del

dólar¹¹. Esto hizo caer el valor oro del dólar un 40,94 por 100, subiendo el precio oficial del oro un 69,33 por 100, hasta situarse en 35 dólares la onza. ¡Cómo hubiese cambiado la historia si el presidente Herbert Hoover hubiese devaluado el dólar tres años antes!¹².

Francia mantuvo su paridad con el oro hasta 1936, cuando devaluó el franco. Otros dos acontecimientos de gran alcance ocurrieron aquel año. Uno fue la publicación de la *Teoría General* de Keynes; el otro fue la firma del Acuerdo Tripartito entre Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia. El primero anunció una nueva teoría de gestión política para una economía cerrada; el segundo, precedente del acuerdo de Bretton Woods, estableció una serie de reglas para la gestión de los tipos de cambio en el nuevo sistema monetario internacional.

¹¹ La decisión de devaluar estuvo muy influida por George F. Warren, profesor de Economía en Cornell y uno de los asesores del presidente. Se esperaba que de dicha decisión se derivasen tres consecuencias positivas. Una era que un aumento en el precio del oro aumentaría el nivel de precios doméstico, comenzando por un aumento en los precios de las importaciones y exportaciones, y extendiéndose luego al resto de la economía; esta teoría, que sería un modelo hoy para una economía pequeña y abierta, estaba entonces basada en la correlación a largo plazo de las reservas monetarias de oro y los niveles de precios. Una segunda consecuencia era que un mayor precio del oro daría como resultado mayores adquisiciones de oro, lo cual incrementaría las reservas bancarias del sistema monetario. Una tercera consecuencia era que la devaluación, en la medida en que los tipos de cambio se modificasen, incrementaría la competitividad de los productos estadounidenses en el mercado exterior. Lo que ocurrió fue que los precios al por mayor aumentaron casi un 30 por 100 entre 1933 y 1937, después cayeron de nuevo un 10 por 100 en 1938-40, antes de duplicarse a finales de 1948.

¹² Un argumento contra la devaluación era que Estados Unidos era el mayor acreedor del mundo y sus derechos estaban principalmente fijados en dólares; sólo después se entendió que las deudas no podrían cobrarse. Evitar la deflación debería haber bastado, pero en ausencia de una teoría coherente de que el oro estaba subvaluado, el argumento podría no haber sido convincente. Nadie supo por adelantado hasta dónde descenderían los precios. Surgió una oportunidad cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro, pero las reservas de oro estadounidenses eran todavía las más grandes del mundo. Sin embargo, si la Reserva Federal hubiera seguido una política monetaria suficientemente expansiva, el oro hubiese salido a raudales y la situación se habría vuelto obvia. Un engañoso argumento que se esgrime a menudo en contra de la devaluación es el de que se trata de una política «hostil con el vecino», en el sentido de que se crea empleo en casa a expensas del desempleo fuera. Pero es eso precisamente lo que se necesitaba: competencia para aumentar el empleo. Si todos los países llevaran a cabo devaluaciones competitivas, el precio del oro podría aumentar hasta eliminar su subvaloración y crear las condiciones para la recuperación.

¹⁰ La devaluación del dólar y el aumento del precio del oro en dólares, en 1934, llegaron acompañados de medidas que eliminaban el funcionamiento del patrón oro en Estados Unidos. El dólar no era ya amortizable por más tiempo y a los ciudadanos estadounidenses se les prohibió conservar oro; el dólar se hizo convertible en divisas; a la Reserva Federal se le requirió que conservase sólo un porcentaje (inicialmente, un 40 por 100) de fondos de oro para pagarés y deudas; y el Tribunal Supremo declaró nulas y sin valor todas las cláusulas oro.

La contradicción entre ambos difícilmente podría ser más irónica. Al tiempo que las políticas keynesianas de gestión de la economía nacional eran cada vez más aceptadas por parte de los economistas, la economía mundial adoptaba un nuevo sistema de tipos de cambio fijos que resultaba incompatible con dichas políticas.

En los nuevos conciertos, ratificados en Bretton Woods en 1944, se requería a los países que fijasen paridades en oro y mantuviesen tipos de cambio fijos entre sí. El nuevo sistema, sin embargo, era bien diferente del antiguo patrón oro. Por una razón: el papel de Estados Unidos en el sistema era asimétrico. Una cláusula especial¹³ permitía a cualquier país la opción de fijar el precio del oro, en lugar de mantener los tipos de cambio de los demás miembros fijos. Puesto que el dólar era la única moneda vinculada al oro, Estados Unidos era el único país con posibilidad de ejercer la opción oro. Así nacieron los conciertos asimétricos por los cuales Estados Unidos fijaba el precio del oro mientras el resto de los países fijaba sus monedas al dólar¹⁴. Otra diferencia entre el nuevo sistema y el antiguo era que ni siquiera Estados Unidos estaba en algo que pudiera ser llamado en sentido estricto un patrón oro. El dólar no estaba ya «sujeto» al oro en el viejo sentido; más bien, el nivel de precios mundial, y por tanto el precio real del oro, quedaba fuertemente influido por Estados Unidos. El oro se había convertido en un pasajero del sistema.

¹³ Artículo IV (4)-b de los Artículos del Acuerdo del Fondo Monetario Internacional. Esta cláusula fue añadida en el último momento para acomodar a Estados Unidos que nunca, como práctica general, había fijado los tipos de cambio y no estaba dispuesto a hacerlo ahora: ¡menudo dolor de cabeza sería fijar todos los precios en el mercado de divisas de Nueva York!

¹⁴ Existía aún sin embargo otro problema por resolver. ¿Tendrían Gran Bretaña, Francia y cada uno de los cuarenta y cuatro miembros del Fondo que intervenir en cuarenta y tres mercados de cambios? En cuanto el Fondo se puso en marcha, su equipo directivo tuvo que andar a tientas hacia un estatuto según el cual se consideraba que cualquier país que fijaba su moneda a una «moneda convertible» estaba cumpliendo su función según los Artículos. Conjuntamente con la cláusula oro, este estatuto establecía el sistema asimétrico por el cual EE UU fijaba el precio del oro y el resto del mundo fijaba, directamente o a través de una tercera moneda, el dólar. Que esta asimetría no se entendió en su totalidad hasta, por lo menos, finales de los años sesenta puede verse en la discusión que mantuvo con Sir Roy Harrod en una conferencia de la Brookings Institution en 1965.

¿Se creó un nuevo sistema en Bretton Woods? Por los planes iniciales, daba la impresión de que así sería. Tanto los planes británicos como los estadounidenses contenían disposiciones para crear una moneda mundial: John Maynard Keynes tenía su «bancor» y Harry Dexter White su «unitas». Pero estas ideas progresistas fueron pronto enterradas. Sin duda, los estadounidenses llegaron a creer que una moneda mundial cortaría las alas del dólar¹⁵. No hubo, por tanto, un «sistema» Bretton Woods, sino más bien un «orden» Bretton Woods que perfiló los estatutos de un sistema que ya existía¹⁶.

La Segunda Guerra Mundial trajo consigo una repetición de los desequilibrios monetarios de la Primera Guerra. A causa de su devaluación y del conflicto bélico que se avecinaba, el dólar se convirtió en un refugio seguro y en el receptor de oro como pago por los bienes de guerra. Estados Unidos esterilizó las importaciones de oro e impuso controles de precios. Fue, por tanto, capaz de tener déficit sin salirse del oro. Puesto que el oro estaba aún sobrevalorado en esta era de «escasez de dólares», los tipos de interés permanecieron increíblemente bajos. Hacia 1945, la deuda pública había aumentado hasta llegar a un 125 por 100 del PIB.

Al terminar la guerra, el nivel de precios de Estados Unidos se duplicó como consecuencia del fin de los controles de precios, la liberación de una demanda reprimida y las políticas monetarias expansionistas del Sistema de Reserva Federal, que continuó apoyando el mercado de bonos. La inflación de la posguerra redujo a la mitad el valor real de la deuda pública, aumentó los ingresos fiscales como consecuencia del «deslizamiento de los tramos» de un sistema fiscal de la renta altamente progresivo (que aumentó a un 92,5 por 100), redujo a la mitad el valor real del oro y eliminó su sobrevaloración. Tras el incremento de la inflación durante la Guerra de Corea y el comienzo de una inflación «secular» sostenida, el oro se subvaluó.

¹⁵ Véase MUNDELL (1995) para una explicación de cómo los planes para una moneda mundial cayeron de la agenda de Bretton Woods.

¹⁶ He analizado la diferencia entre «sistema» y «orden» en MUNDELL (1972).

Mientras tanto, Alemania y Japón, tras su inflación de papel moneda, bajo los auspicios de las autoridades de ocupación estadounidenses llevaron a cabo reformas monetarias según las cuales 10 unidades de la vieja moneda se cambiaban por una unidad de la nueva. Ambas reformas tuvieron lugar en 1948, fijándose el tipo de cambio para Alemania en 4,2 DM=1\$, y para Japón en 360 ¥ = 1\$. Más tarde se comprobó que los tipos de cambio infravaloraron la mano de obra alemana y japonesa, y ambas economías se desarrollaron espectacularmente en el período de posguerra, cumpliendo su destino de desplazar a Gran Bretaña y Francia como la segunda y tercera economías mundiales.

Hasta la década de los sesenta, la política macroeconómica estadounidense se basaba más en principios de economía cerrada que en los requisitos de un sistema monetario internacional. Tanto la política fiscal como la monetaria se diseñaban en función de las necesidades de equilibrio interno, y la balanza de pagos era ignorada. En 1949, Estados Unidos alcanzó el máximo con más de 700 millones de onzas de oro, más del 75 por 100 del oro monetario del mundo. Las pérdidas de oro empezaron poco después, pero el efecto de esas ventas en la oferta monetaria fue esterilizado por compras equivalentes de bonos del gobierno por parte del Sistema de Reserva Federal. Las pérdidas de oro fueron consideradas al principio como una redistribución saludable de las reservas mundiales de oro, pero hacia finales de los años cincuenta se empezó a reconocer su peligro.

Se pidió al Sistema de Reserva Federal que conservara un 25 por 100 (reducido desde el 40 por 100 de 1945) de fondos de oro para proteger a su moneda y sus pasivos en depósitos. Si las reservas de oro cayesen por debajo de ese nivel, los tipos de interés tendrían que ser aumentados. Si la pérdida de reservas de oro alcanzaba el nivel de reservas requeridas, Estados Unidos se vería forzado a tener en cuenta los imperativos de su balanza de pagos como cualquier otro país. La cuestión de cuál era la mezcla adecuada de políticas monetaria y fiscal ocupó un primer plano durante el mandato del presidente John F. Kennedy, quien accedió al cargo en 1961.

En este momento entré a formar parte de la historia. Recién llegado al Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional (FMI), en otoño de 1961, se me pidió que estudiase los aspectos teóricos de la combinación de políticas monetarias y fiscales¹⁷. El principal problema de esta era post-Sputnik era el lento crecimiento y la tasa de empleo por debajo de la media que tenía Estados Unidos en contraste con Europa y Japón (precisamente la situación inversa a la de hoy), y un ya preocupante déficit de la balanza de pagos. Habían surgido tres escuelas de pensamiento. Los keynesianos, encabezados por Leon Keyserling, el primer presidente del Consejo de Asesores Económicos, abogaban por una política monetaria expansiva y un incremento del gasto público. La Cámara de Comercio aconsejaba que ambas políticas, monetaria y fiscal, fuesen restrictivas. El Consejo de Asesores Económicos, siguiendo la «síntesis neoclásica» de Samuelson-Tobin, defendía unos tipos de interés bajos para estimular el crecimiento y un superávit presupuestario para eliminar el exceso de liquidez y prevenir así la inflación.

En mi análisis, demostré que ninguna de esas políticas funcionaría y que, más bien, alejarían a la economía del equilibrio. La combinación correcta de políticas era una disminución de los impuestos para fomentar el empleo y una política monetaria restrictiva para proteger la balanza de pagos. El FMI hizo llegar mi informe a sus miembros en noviembre de 1961 y lo publicó en los *IMF Staff Papers* en marzo de 1962.

Poco a poco empezó a ser evidente que las políticas de la Administración Kennedy no estaban funcionando; una combinación de políticas equivocada había producido unos efectos cada vez más desestabilizadores: una huelga del acero, un *crack* del mercado bursátil y el estancamiento económico. A finales de 1962, Kennedy anunció el cambio completo de esa combinación de políticas, con una disminución de impuestos que estimularía la economía y tipos de interés para proteger la balanza de

¹⁷ Ya había trabajado en modelos apropiados para resolver este problema en otros artículos anteriores. Véase, especialmente, MUNDELL (1961c).

pagos. Las demoras legislativas retrasaron la bajada de impuestos hasta el verano de 1964, pero su anticipo colocó a la economía en posición de salida para la gran expansión de los años sesenta¹⁸.

La adopción de mi combinación de políticas ayudó a Estados Unidos a lograr un rápido crecimiento con estabilidad. No estaba dirigida a resolver —ni podía hacerlo— el problema básico del sistema monetario internacional, que se derivaba de la subvaloración del oro. En todo caso, el problema de la balanza de pagos estadounidense estaba vinculado de forma compleja al problema del sistema. Como la cantidad de oro que llegaba a las reservas de los bancos centrales proveniente del mercado privado era muy escasa, y el dólar estadounidense era el único componente alternativo de las reservas, el déficit de Estados Unidos era el principal medio por el que el resto del mundo podía obtener reservas adicionales. Si Estados Unidos fracasaba al corregir su déficit de balanza de pagos, no sería ya capaz de mantener la convertibilidad del oro; pero, por otro lado, si corregía su déficit, el resto del mundo andaría escaso de reservas y el resultado sería su escaso crecimiento o, lo que es peor, la deflación. Esta última posibilidad recordaba a una repetición del problema del período de entreguerras¹⁹.

Había dos soluciones básicas coherentes con el mantenimiento del sistema²⁰. Una era aumentar el precio del oro. Los padres fundadores del FMI habían incluido una disposición en los artículos del Acuerdo del FMI para hacer frente a una escasez o un exceso de oro: una modificación del valor nominal de todas las monedas, lo que cambiaría el precio del oro en términos de las mismas y

dejaría inalterados los tipos de cambio. En la campaña electoral de 1968, el candidato Richard M. Nixon escogió a Arthur Burns como su emisario en una misión secreta²¹ para tantear la opinión europea en relación con un posible aumento del precio del oro. Ocurrió que ésta era favorable y Burns le recomendó actuar inmediatamente tras las elecciones. Sin embargo, nada se hizo.

La otra solución posible era crear un sustituto para el oro. Esta opción fue, de hecho, la adoptada. A finales del verano de 1967, se alcanzó un acuerdo internacional para enmendar los artículos del FMI y permitir la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG), nueva línea de liquidez internacional autorizada por el FMI, con un valor de una unidad igual a 1 dólar-oro, o 1/35 de una onza. Casi 10.000 millones de DEG se destinaron a las reservas internacionales de los países miembros en 1970, 1971 y 1972, pero demostraron ser insuficientes —por escasas y por llegar demasiado tarde— para resolver los principales problemas del sistema²².

²¹ Burns relata su misión, citada en NEIKIRK (1987:143-4) de la siguiente manera: «Fui en misión secreta enviado por Richard Nixon para evaluar cómo recibiría la opinión europea un posible aumento del precio del oro. Lo traté de forma muy discreta. A nadie le hice ver, en primer lugar, que me había enviado Nixon y, en segundo lugar, que él o yo teníamos algo así en mente. Llegué a la conclusión de que los europeos lo aceptarían. Recomendé que se tomase acción inmediata tras las elecciones (aumentar el precio del oro). Lo hice en un viaje en avión con Nixon durante la campaña. El pobre tenía su mente en el discurso y las elecciones, así que probablemente lo olvidó. En cualquier caso, no hizo nada al respecto. Y aquél era el momento para hacerlo, justo después de las elecciones».

²² Hasta 1968, el precio del oro en dólares se había mantenido fijo en márgenes cercanos a 35 dólares la onza en el mercado de oro londinense; cualquier exceso de oferta en el mercado privado era racionado entre los ocho miembros del fondo común del oro. Sin embargo, en el verano de 1967, la demanda privada cerró la brecha y pronto hubo un exceso de demanda. Francia abandonó el fondo común del oro y el resto de los países, en vez de suplir al mercado con las codiciadas reservas de oro, dejaron el precio de este metal subir por encima de los límites de Londres, dando lugar a un «sistema de dos filas», como fue singularmente llamado. Entonces, los bancos centrales eran reacios a vender oro al precio oficial cuando el mercado lo valoraba a un precio mucho más alto. Por eso, las reservas de oro se inmovilizaron, causando un *shock* al sistema y una explícita demanda excesiva de oro que no fue tenida en cuenta por las autoridades monetarias internacionales. Ante este *shock*, la emisión de DEG fue insuficiente para compensar la diferencia, y mucho menos para resolver los problemas del sistema. Una emisión menos tímida —quizás del doble de la que se hizo— podría haber salvado el sistema.

¹⁸ En junio de 1963, formé parte del equipo de Consultas del Artículo VIII del FMI, dirigido por Jacques J. Polak, con un equipo estadounidense que incluía al Subsecretario Robert V. Roosa (que co-dirigió las sesiones con Polak) y Paul Volcker, por entonces Director de la Oficina de Análisis Financiero del Tesoro.

¹⁹ Este problema fue conocido como el «Dilema Triffin», llamado así por el prestigioso economista belga Robert Triffin, profesor de Economía en la Universidad de Yale.

²⁰ El grupo de estudios académicos G-32, del que formé parte, propuso cuatro posibles soluciones para el sistema: a) regreso al patrón oro; b) creación de un banco central mundial; c) un nuevo activo de reservas que reemplazase o completase al oro; y d) tipos de cambio flexibles.

El 15 de agosto de 1971, enfrentándose a las peticiones del Reino Unido y otros países para que convirtiese dólares en oro, el presidente Nixon suprimió la convertibilidad del dólar con el oro, cerrando la «ventanilla de oro» en la cual los dólares eran cambiados por oro a los bancos centrales extranjeros. El resto de los países eliminó entonces la paridad de sus monedas con el dólar y comenzó un período de flotación.

Pero la flotación dificultó los planes embrionarios para una integración monetaria en Europa²³ y, en diciembre de 1971, en una reunión en la Smithsonian Institution en Washinton D.C., los ministros de economía acordaron restaurar un sistema de tipos de cambio fijos sin convertibilidad con el oro. Algunos tipos de cambio fueron modificados y el precio oficial del oro en dólares se aumentó, pero este acto fue puramente simbólico, puesto que EE UU no tenía ya el compromiso de comprar o vender oro.

El mundo pasó entonces a un patrón dólar puro, en el cual los principales países fijaban sus monedas con el dólar sin que hubiera una obligación recíproca respecto a la convertibilidad con el oro por parte de Estados Unidos. Pero la política monetaria estadounidense fue demasiado expansiva durante los años siguientes y, tras otra ineficaz devaluación del dólar, se permitió que el sistema derivara hacia una flotación generalizada en la primavera de 1973. Así terminó el patrón dólar.

¿Qué lecciones podemos extraer del segundo tercio del siglo? Una, que la combinación de políticas tiene que ser adecuada al sistema. Otra, que un sistema internacional basado en el oro no puede subsistir si una inflación provocada por la guerra disminuye el valor del oro y las autoridades no están

dispuestas a ajustar su precio y crear una cantidad suficiente de substitutos. Una tercera lección es que una superpotencia no puede estar sometida a los requisitos de la convertibilidad o cualquier otro compromiso internacional si es a costa de objetivos políticos domésticos que le son vitales; la cola no puede mover al perro. Una cuarta lección es que un sistema de tipos de cambio fijos sólo puede funcionar si hay un mutuo acuerdo en la tasa de inflación común. Europa estaba dispuesta a soportar el hecho de que el dólar no fuera libremente convertible en oro en los años sesenta, pero cuando la política monetaria estadounidense se hizo incompatible con la estabilidad de precios en el resto del mundo (y especialmente en Europa), se vio que los costes del sistema de tipos de cambio fijos excedían los beneficios.

Una última lección es que los acontecimientos políticos, y en particular la Guerra de Vietnam, dañaron las relaciones existentes entre los socios atlánticos y crearon una tensión en los años sesenta que puede ser comparada sólo con la sombra arrojada sobre el sistema internacional por las disputas sobre las reparaciones de los años veinte. Los sistemas de tipos de cambio fijos funcionan mejor entre amigos que entre rivales o enemigos.

3. La inflación y la economía de la oferta

Con el fracaso del sistema, la oferta monetaria se hizo más elástica, acomodando no sólo las tendencias inflacionistas de los salarios, sino también la fijación monopolista de los precios de las materias primas en el comercio internacional. Cada vez que el precio del petróleo aumentaba en los setenta, el mercado de eurodólares crecía para financiar los déficit de los países importadores de petróleo; de unos depósitos de 223.000 millones de dólares en 1971 se pasaría a 2,351 billones en 1982 (Fondo Monetario Internacional, *IMF International Statistic Yearbook*, 1988, página 68).

La inflación se había convertido en Estados Unidos en un problema grave. En veinte años, de 1952 a 1971, los precios al por mayor habían aumentado menos de un 30 por 100, pero

²³ Introduce el tema de las «zonas monetarias óptimas» en MUNDELL (1961a). Europa había iniciado el camino hacia su integración monetaria en la Cumbre de La Haya, en diciembre de 1969. Aquel mismo mes, presenté ante un auditorio en Nueva York un plan para una moneda europea que circuló en Bruselas, por lo que fui invitado a consultas con la Comisión Europea para evaluar vías alternativas para la unión monetaria, lo que hice el mes de junio siguiente. Una versión revisada de mi informe fue presentada en la Conferencia sobre Zonas Monetarias Óptimas en Madrid, en marzo de 1970, y publicada en las actas de la conferencia en Johnson y Swoboda (1973). Mis opiniones más recientes sobre la cuestión se encuentran en MUNDELL (1997a, b).

tras 1971, y en tan sólo once años, los precios aumentaron ¡un 157 por 100! Esta inflación en tiempo de paz era superior a las causadas por la Segunda Guerra Mundial (108 por 100 en el período 1939-1948), la Primera Guerra Mundial (121 por 100 en el período 1913-1920), la Guerra Civil (118 por 100 en el período 1861-1864) o la Guerra de 1812 (44 por 100 en el período 1811-1814). La inflación más alta de la historia de Estados Unidos desde la Guerra de la Independencia tuvo lugar después de que el país abandonara el patrón oro en la década posterior a 1971.

El alcance mundial de la inflación de los años setenta puede apreciarse en los índices de precios de los países del G-7, que aparecen en el Cuadro 2, observando los índices de 1971, si se toma como base 100 el nivel de precios de 1980. Sólo en Alemania, los precios de consumo en la década de los setenta llegaron casi a duplicarse. En Italia y en el Reino Unido, los precios aumentaron más del triple. La ruptura de la disciplina monetaria fue mundial, anegando a todos los países del G-7 y, hasta un extremo aún mayor, a gran parte del resto del mundo.

En Estados Unidos, tres años seguidos con una inflación de dos dígitos (1979-81) dieron lugar a una situación crítica. El precio del oro pasó a 850 dólares la onza a principios de 1980, mientras que la plata llegaba a 50 dólares la onza. El 14 de marzo de 1980, el presidente Jimmy Carter anunció su nuevo programa: un arancel a la importación de petróleo y controles sobre el crédito. El plan fue un desastre y la producción real cayó en picado en el segundo semestre. En diciembre de 1980, un mes después de las elecciones presidenciales, el tipo de interés preferencial llegó a la cifra récord del 21,5 por 100. Estados Unidos parecía estar al borde del desastre económico.

Lejos quedaban los días en los que, con David Ricardo, los economistas podían considerar el dinero como un «pretexto». La existencia de un «sector público amplio» e impuestos sobre la renta progresivos garantizan la no neutralidad. Una vía es a través del sistema fiscal. Con tipos extremadamente progresivos, elevándose de cero a 70 por 100 al nivel federal y al 85 por 100 contando con los impuestos estatales y locales, la inflación

CUADRO 2

**PRECIOS DE CONSUMO EN LOS PAÍSES
DEL G-7, AÑOS SELECCIONADOS 1950-98**

País	1950	1971	1980	1985	1990	1998
Estados Unidos.....	29,2	49,1	100	130,5	158,5	197,8
Japón	16,3	44,9	100	114,4	122,5	134,4
Reino Unido	13,4	30,3	100	141,5	188,7	243,6
Alemania.....	39,2	64,1	100	121,0	129,4	144,8
Francia	15,6	42,1	100	157,9	184,2	213,7
Italia.....	13,9	28,7	100	190,3	250,6	346,3
Canadá	28,4	47,5	100	143,0	177,9	203,7

FUENTE: IMF *International Financial Statistics*, (Fondo Monetario Internacional, varios años).

llevaba a los contribuyentes a entrar en tramos impositivos cada vez más altos, aunque sus ingresos reales no hubiesen aumentado. Los impuestos tenían que pagarse en correlación con el aumento de los tipos de interés, aunque la mayor parte de los altos tipos de interés representasen primas de inflación. El aumento de los ingresos fiscales, unido a la alta propensión marginal al gasto del Gobierno, llevaron a una participación cada vez mayor de éste en la economía. ¡No es de extrañar que el mercado bursátil odiase la inflación!

La economía de la oferta comenzó como un sistema de políticas alternativo a los modelos de demanda keynesiano y monetarista. Se basaba en una combinación de políticas que proporcionaba estabilidad de precios a través de la disciplina monetaria, y la estimulación económica del empleo y el crecimiento a través de los impuestos y de sistemas reguladores. Era, en parte, una continuación de mi trabajo sobre la combinación de políticas de principios de los sesenta²⁴. En la primavera de 1974, presenté un

²⁴ En 1968, con la inflación comenzando a desbordarse, recomendé (sin mucho éxito) unas políticas monetarias más severas combinadas con una reducción de impuestos para impedir que el descenso de la inflación se convirtiese en una recesión (MUNDELL, 1971). Lo que ocurrió fue que el Congreso aprobó, y el presidente Lyndon B. Johnson firmó en el verano de 1968, una ley imponiendo un «recargo impositivo» del 10 por 100. Más tarde, en otoño, el equipo de la nueva administración Nixon recomendó, erróneamente en mi opinión, políticas monetarias y fiscales restrictivas. En Canadá, durante 1972-74, recomendé poner en marcha

informe en una conferencia sobre la inflación mundial, en Washington, de la cual un extracto fue presentado (Rowland Evans y Robert Novak, 1981, página 63) como sigue:

«Mientras la Administración Ford insistía en que sólo una subida de impuestos podría combatir la inflación, Mundell afirmó que una reducción inmediata de 10.000 millones de dólares era esencial para evitar déficit presupuestarios incluso mayores, alimentados por la «estanflación», la combinación letal de inflación y estancamiento de la economía que Ford heredó de Nixon ...»

A mi llegada a la Universidad de Columbia, en el otoño de 1974, un «club» de lo que luego se conocería como los *supply-siders* se reunía de vez en cuando en un restaurante de Wall Street para discutir sobre política económica y, en particular, sobre qué hacer respecto al aumento de la inflación y el desempleo. La conclusión a la que se llegaba era que, para crear incentivos a la producción y estimular la economía, era necesario un recorte de los tipos impositivos marginales, y que la restricción monetaria daría como resultado la estabilidad de precios²⁵. La necesidad de reducir los impuestos y endurecer la política monetaria se hacía más urgente a medida que la inflación crecía a finales de los setenta e iba empujando a los contribuyentes, a través del «deslizamiento de los tramos», a entrar en intervalos cada vez altos del impuesto sobre la renta²⁶. En poco tiempo, un político converso, Jack F. Kemp, congresista por Búfalo, llevó estas ideas a una proposición de ley que proponía un recorte de impuestos del 30 por 100, la mayor parte del cual se haría efectivo en un recorte radical del 23 por 100 repartido a lo largo de

tres años, seguido por una indización de los intervalos impositivos respecto a la inflación. En la campaña electoral de 1980, Kemp iba a ser candidato a la presidencia, pero se retiró cuando Ronald W. Reagan accedió a incorporar la propuesta Kemp-Roth a su programa económico. Tras la elección de Reagan, la primera fase del paquete de políticas se introdujo con la *Economic Recovery Act* de 1981.

Mientras tanto, la Reserva Federal, bajo la presidencia de Paul Volcker, abrió finalmente los ojos y endureció la política monetaria. Tras una recesión aguda, pero breve, la economía se embarcó en una de sus expansiones más duraderas, al tiempo que se controlaba cada vez más la inflación. Las nuevas políticas hicieron que la curva de Phillips se desplazase hacia abajo y hacia la izquierda, permitiendo una disminución simultánea de la inflación y el desempleo²⁷.

La reducción de impuestos, el rearme, la política de desinflación y el aplastante triunfo electoral de Reagan tuvieron su secuela. La *Tax Reform Act* de 1986, segunda fase de la revolución de la economía basada en la oferta, disminuyó el tipo marginal del intervalo más alto al 28 por 100, el tipo marginal máximo más bajo desde 1932²⁸. La expansión de 1982-90 fue

²⁷ La experiencia con Reagan también proporcionó una prueba para el modelo Mundell-Fleming con tipos de cambio flexibles. Para el modelo, véase MUNDELL (1960, 1961b, 1961c, 1962, 1963, 1964) y FLEMING (1962). Antes del desarrollo de este modelo a principios de los sesenta, no había manera de analizar los efectos de un estímulo monetario o fiscal en un marco que tuviese en cuenta los tipos de cambio, los tipos de interés, la balanza de pagos y los déficit presupuestarios. El modelo Mundell-Fleming predijo que un estímulo fiscal combinado con una escasa masa monetaria llevaría a un aumento del déficit público, una subida de los tipos de interés, una entrada de capital, una apreciación de la moneda y un empeoramiento del déficit de cuenta corriente y de la balanza comercial. Todas estas consecuencias aparecieron tras el estímulo fiscal de Reagan, que supuso aumentar el gasto y fuertes bajadas de impuestos en el período 1982-84.

²⁸ En el primer mandato de Reagan, la apreciación del dólar había logrado poner la inflación bajo control pero, con el crecimiento ralentizándose al final del período, un dólar caro no servía ya los intereses de Estados Unidos. Un cambio hacia una política monetaria más expansiva en 1984 y principios de 1985 hizo caer al dólar, pero no lo suficiente como para satisfacer a la Administración. En otoño de 1985, en una reunión del G-5 en el Hotel Plaza de Nueva York, los cinco países de los DEG organizaron una depreciación más concertada, consiguiendo que el dólar alcanzase los niveles de 1980.

un «sistema fiscal inmune a la inflación» que ajustaría los intervalos para anular el «deslizamiento», una medida que el gobierno canadiense aplicó en 1973.

²⁵ Véase Jude WANNISKI (1978) para una descripción de la economía de la oferta, Martin ANDERSON (1988) para una descripción relacionada de la Revolución Reagan, y Robert BARTLEY (1992) para un análisis del papel de la economía de la oferta en los años ochenta.

²⁶ La mejor descripción de mi visión de la economía de la oferta en otoño de 1974 se encuentra en WANNISKI (1974).

la segunda más larga hasta entonces y, junto con el rearme, contribuyó a convencer a los líderes de la Unión Soviética de que dejaran a Europa del Este libertad para elegir su propio sistema.

La economía continuó creciendo hasta la recesión de nueve meses de 1990-91, que probablemente le costó la reelección a George H.W. Bush. La expansión se reanudó en la primavera de 1991 y ha continuado al menos hasta el fin de la década, convirtiendo el período 1982-2000 en la mayor expansión de la historia de cualquier país. A lo largo de este período se han creado no menos de 37 millones de nuevos empleos. La media del índice Dow Jones ha pasado de estar por debajo de 750 en el verano de 1982 a estar por encima de 11.000 en el cambio de siglo.

Mientras tanto, la retirada de la Unión Soviética de Europa del Este —debida en parte, como ya he dicho, al éxito de la economía de la oferta— hizo posible la unificación de Alemania y trajo consigo un renovado impulso para la integración política y monetaria de Europa. El gasto fiscal asociado al gasto alemán en sus nuevos Estados dio una sacudida al mecanismo de tipo de cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME)²⁹. Algunos países abandonaron el mecanismo de tipo de cambio y otros optaron por mantenerse en él devaluando su moneda. En todo caso, el 1 de enero de 1994, se crea el Instituto Monetario Europeo y, a mediados de 1998, se crea su sucesor, el Banco

Central Europeo. El 1 de enero de 1999 nace el euro con once países miembros. Se abre una nueva era en el sistema monetario internacional.

La llegada del euro redibuja el panorama monetario internacional. Con el euro —desde su nacimiento, la segunda moneda más importante del mundo— nace un mundo monetario tripolar que comprende al dólar, al euro y al yen. Los tipos de cambio entre estas tres islas de estabilidad se convertirán en los precios más importantes de la economía mundial.

La creación del euro llevará sin duda a su adopción generalizada en Europa Central y del Este, así como en la antigua zona del franco CFA en África y en la costa del Mediterráneo. La expansión del área del euro —contando no sólo las monedas que entran con una ampliación de la Unión Europea, sino también las monedas ligadas al euro— le dará eventualmente un área de transacciones mayor que la de Estados Unidos y provocará, inevitablemente para contrarrestar, una expansión del dólar en América Latina y partes de Asia. Es probable que se formen otras áreas monetarias, adaptando a las necesidades locales el ejemplo europeo. Pero la estabilidad en un futuro cercano estará más garantizada a través de la estabilización con una de las tres grandes áreas.

La década de los setenta fue una década de inflación, pero la de los ochenta fue una década de corrección y la de los noventa es una década de relativa estabilidad. El experimento con tipos de cambio flexibles en los setenta comenzó de forma desastrosa, desde el punto de vista de la estabilidad económica pero, sin embargo, puso en marcha un mecanismo de aprendizaje que no hubiese tenido lugar en su ausencia. La lección fue que la inflación, los déficit presupuestarios, las deudas elevadas y el «sector público amplio» son perjudiciales para el bienestar, y que el coste de corregirlos es tan alto que ningún gobierno democrático quiere repetir la experiencia. En consecuencia, prácticamente todos los países desarrollados de la OCDE han reducido drásticamente sus déficit presupuestarios y disminuido paulatinamente sus tasas de inflación, hasta llegar a aquéllas del patrón oro internacional, previas a 1914.

²⁹ A finales de los ochenta, Alemania había estado prestando, sobre todo a Europa occidental, aproximadamente un 4 por 100 de su PIB, alcanzando el consecuente superávit en su cuenta corriente. La unificación de Alemania supuso un tremendo gasto en Alemania del Este, de más de 100.000 millones de dólares al año. Este *shock* fiscal supuso un gran déficit financiado a través de bonos y tipos de interés más altos que invirtieron la marcha de la salida de capital e internacionalizaron el ahorro de Alemania, convirtiendo el gran superávit de la cuenta corriente en un pequeño déficit. Para resistir las presiones inflacionistas, el Bundesbank mantuvo las condiciones de crédito firmes y, enfrentado a una creciente demanda de dinero, el marco subió vertiginosamente, llevándose con él al resto de monedas que formaban parte del mecanismo de tipo de cambio. La apreciación ayudó a estabilizar la economía alemana, pero a costa de algunos de sus socios. El episodio constituyó otra prueba para el modelo Mundell-Fleming, con resultados similares a los obtenidos con Reagan, excepto por la ausencia en Alemania —y la presencia en Estados Unidos— de efectos de crecimiento por el lado de la oferta.

En muchos aspectos, la evolución económica de los noventa se puede comparar a la de la primera década del siglo. Entonces, como ahora, un comportamiento financiero prudente produjo efectos similares. Pero en dos aspectos nuestros conciertos modernos —trato de evitar la palabra «sistema»— salen mal parados si los comparamos con el sistema anterior: la actual volatilidad de los tipos de cambio y la ausencia de una moneda mundial.

La volatilidad de los tipos de cambio es especialmente preocupante en países que han alcanzado, de acuerdo con las definiciones y los índices locales, estabilidad de precios. La volatilidad mide, por tanto, cambios en los tipos de cambio reales y conlleva un cambio disfuncional entre las industrias de bienes nacionales y las internacionales, agravando la inestabilidad en los mercados financieros.

¿Hasta dónde es positiva la flexibilidad? Si pensamos en el euro como el «fantasma del marco», ¿podríamos ver los cambios pasados en el tipo marco-dólar como un augurio de los tipos dólar-euro en el futuro? Entre 1971 y 1980, el marco se duplicó respecto al dólar, pasando a 1\$=1,7DM; entre 1980 y 1985, se dividió a la mitad, a 1\$=3,4DM; entre 1985 y la crisis de 1992, creció más del doble, llegando a 1\$=1,39DM; y desde entonces ha caído hasta 1\$=1,9DM. El tipo de cambio dólar-marco ha fluctuado arriba y abajo más de un 100 por 100, una montaña de volatilidad que deja la crisis del MTC de 1992 en un pequeño altozano. Movimientos similares del tipo de cambio dólar-euro arruinarían la zona del euro.

Observar el tipo de cambio del dólar respecto al yen no nos tranquiliza más. El dólar ha pasado de 250 yenes en 1985 a 79 yenes en 1995, y después volvió a subir hasta 148 yenes en 1998 (¡con pronósticos de que alcanzaría los 200!) y de nuevo ha bajado a 105 yenes a principios del año 2000.

El siglo XX no verá ya tipos de cambio fijos entre los G-3. Pero es del todo posible que emerja un nuevo sistema monetario internacional en el siglo XXI. La convergencia de las tasas de inflación es considerable, mejor que la asociada con períodos de la era Bretton Woods, comparable incluso a la del patrón oro, como nos muestra el Cuadro 3.

CUADRO 3

TASAS DE INFLACION ENTRE LAS TRES AREAS

	1995	1996	1997	1998	1999		
					I	II	III
Estados Unidos	2,8	2,9	2,3	1,6	1,7	2,1	2,3
Japón	-0,1	0,1	1,7	0,6	-0,1	-0,3	0,0
Area del euro*	1,8	1,5	1,8	1,0	0,8	1,0	1,1

* Índice del coste de vida de Alemania para 1995-98, Índice de Precios al Consumo de la Unión Monetaria Europea para 1999.

FUENTE: FMI *International Financial Statistics*, enero 2000, 57.

Puede parecer lejano, pero creo que dado el grado de convergencia alcanzado en términos de inflación, no es imposible algún tipo de unión monetaria de las tres áreas. Las mismas condiciones resultarían de un sistema de tipos de cambio fijos de tres monedas con acuerdo sobre una tasa de inflación común y una distribución de señoriaje justa. Si tal concierto de tipos de cambio fijos entre países que han logrado una convergencia es concebible, no sería un paso muy grande el que habría que dar hasta lograr un sistema monetario internacional reformado, con una moneda mundial del tipo propuesto inicialmente en los días de Bretton Woods.

Para concluir con esta sección, ¿qué lecciones podemos extraer del último tercio del siglo XX? Una, que los tipos de cambio flexibles no proporcionaron, al menos inicialmente, la misma disciplina que los tipos fijos. Una segunda lección es que los costes de la inflación son mucho más altos en un mundo con sistemas fiscales progresivos. Una tercera, que la necesidad de lograr la estabilidad monetaria, así como los medios para alcanzarla, pueden ser aprendidos. Una cuarta lección es que la combinación de políticas puede desplazar la curva de Phillips.

La experiencia produce su propia reacción: Platón el inflacionista dio paso a Aristóteles, el restrictivo. La reacción de la década de los ochenta impulsó la independencia de los bancos centrales. Los gobiernos que se han visto forzados a adaptarse al

molde de Maastricht tuvieron que recortar el aumento del gasto y los déficit. La economía de la oferta señaló uno de los mecanismos para hacer que los ministros de economía y hacienda equilibrasen el presupuesto.

Sin embargo, queda una lección por aprender. Los tipos de cambio flexibles son un mal innecesario en un mundo donde cada país ha alcanzado la estabilidad de precios.

4. Conclusiones

Es hora de cerrar el siglo con algunas conclusiones. Una primera es que el sistema monetario internacional depende de la configuración de poder de los países que lo forman. Bismarck dijo una vez que el hecho más importante del siglo XIX era que Inglaterra y América hablasen el mismo idioma. En la misma línea, el hecho más importante del siglo XX ha sido el surgimiento de Estados Unidos como superpotencia. A pesar del increíble aumento de la producción de oro, la Ley de Gresham³⁰ entró en juego y el dólar desplazó al oro, consolidándose como el principal activo internacional.

La economía del primer tercio del siglo XX estuvo dominada por la confrontación del Sistema de Reserva Federal con el patrón oro. El patrón oro se hundió en la Primera Guerra Mundial y su restauración en los años veinte creó la deflación de los treinta. Los economistas culparon al patrón oro en vez de a su mala gestión, y dieron la espalda a la automaticidad internacional en favor de la gestión nacional. La Gran Depresión llevó al totalitarismo y a la Segunda Guerra Mundial.

El segundo tercio del siglo XX estuvo dominado por la contradicción entre la gestión macroeconómica nacional y el nuevo sistema monetario internacional. En el nuevo sistema, Estados Unidos fijaba el precio del oro y los demás países grandes fijaban sus monedas al dólar convertible. Pero la gestión nacional de la macroeconomía impidió que el mecanismo de ajuste inter-

nacional funcionase y el sistema se hundió a principios de los setenta, cuando EE UU dejó de fijar el precio del oro y los otros países dejaron de fijar el del dólar.

El último tercio del siglo XX comenzó con la destrucción del sistema monetario internacional y el vacío dejado llevó a políticos y académicos a buscar una «estructura». En los setenta, fue clara la apelación a un «nuevo orden monetario internacional» y, en los noventa, a una «nueva arquitectura monetaria internacional». El viejo sistema suponía una forma de tratar el problema de la inflación multilateralmente. La flexibilidad dejó a cada país por su cuenta. La inflación fue el resultado inicial, pero fue un proceso de aprendizaje que educó a una generación de autoridades monetarias en las ventajas de la estabilidad y, a finales del siglo, la prudencia fiscal y el control de la inflación se habían convertido de nuevo en la consigna en todos los países ricos y en muchos de los pobres.

Hoy, el dólar, el euro y el yen han establecido tres islas de estabilidad monetaria, lo cual es una gran mejora respecto a los años setenta y ochenta. Hay, sin embargo, dos tareas pendientes. La más importante es la volatilidad disfuncional de los tipos de cambio, que podría agriar las relaciones internacionales en tiempos de crisis. La otra es la ausencia de una moneda internacional.

El siglo se acaba con un sistema monetario internacional peor que aquel con el que comenzó, pero muy mejorado respecto a la situación que se dio hace tan sólo dos décadas y media. Falta por ver de dónde vendrá el liderazgo y si una restauración del sistema monetario internacional será compatible con la configuración de poder de la economía mundial. Eso contribuiría, sin duda, a la armonía mundial.

Referencias bibliográficas

- [1] ANDERSON, M. (1988): *Revolution*, Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich.
- [2] BARTLEY, R. (1992): *The Seven Fat Years*, Nueva York: Free Press.
- [3] CASSEL, G. (1925): *The Restoration of Gold as a Universal Monetary Standard*, Nueva York: Columbia University Press.

³⁰ La Ley de Gresham era bien conocida por los griegos clásicos e incluso fue utilizada con humor en la obra de Aristófanes *Las ranas*. Para un análisis reciente, véase MUNDELL (1998).

- [4] CASSEL, G. (1928): *Postwar Monetary Stabilization*, Nueva York: Columbia University Press.
- [5] EVANS, R. y NOVAK, R. (1981): *The Reagan Revolution*, Nueva York: E. P. Dutton.
- [6] FLEMING, J. M. (1962): «Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates», *IMF Staff Papers*, noviembre, número 9(3), páginas 369-79.
- [7] INTERNATIONAL MONETARY FUND (1988): *IMF International Statistical Yearbook*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- [8] INTERNATIONAL MONETARY FUND (varios años): *IMF International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- [9] JASTRAM, R. (1981): *Silver: The Restless Metal*, Nueva York: Wiley.
- [10] JOHNSON, H. C. (1997): *Gold, France, and the Great Depression, 1919-1932*. New Haven, CT: Yale University Press.
- [11] JOHNSON, H. G. y SWOBODA, A. K. (eds.) (1973): *The Economics of Common Currencies*, Londres: George Allen & Unwin Ltd., páginas 114-32.
- [12] KEYNES, J. M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, Londres: Macmillan.
- [13] MUNDELL, R. A. (1960): «The Monetary Dynamics of International Adjustment Under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Quarterly Journal of Economics*, mayo, número 84(2), páginas 227-57.
- [14] MUNDELL, R. A. (1961a): «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, septiembre, número 51(4), páginas 657-65; reimpreso en MUNDELL (1968).
- [15] MUNDELL, R. A. (1961b): «Flexible Exchange Rates and Employment Policy», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, noviembre, número 27(4), páginas 509-17; reimpreso en MUNDELL (1968).
- [16] MUNDELL, R. A. (1961c): «The International Disequilibrium System» *Kyklos*, número 14(2), páginas 154-72; reimpreso en MUNDELL (1968).
- [17] MUNDELL, R. A. (1962): «The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability», *IMF Staff Papers*, marzo, número 9(1), páginas 70-79.
- [18] MUNDELL, R. A. (1963): «Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, noviembre, número 39(4), páginas 475-85; reimpreso en R. CAVES y H. JOHNSON (eds.): *Readings in International Economics*. Burr Ridge, IL: Richard, D. Irwin, Inc., para la American Economics Association, (1967), páginas 487-99.
- [19] MUNDELL, R. A. (1964): «A Reply: Capital Mobility and Size», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, agosto, número 30(3), páginas 421-431; reimpreso en MUNDELL (1968).
- [20] MUNDELL, R. A. (1971): «The Dollar and the Policy Mix: 1971», *Essays in International Finance*, Princeton University, mayo, número 85, páginas 1-28.
- [21] MUNDELL, R. A. (1972): «The Future of the International Financial System», en A. ACHESON, J. CHANT y M. PRACHOWNY, (eds.), *Bretton Woods Revisited*. Toronto: University of Toronto Press, páginas 91-104.
- [22] MUNDELL, R. A. (1995): «The International Monetary System: The Missing Factor», *Journal of Policy Modeling*, octubre, número 17(5), páginas 479-92.
- [23] MUNDELL, R. A. (1996): «Jacques Rueff and the International Monetary System», en *Actualité de la pensée de Jacques Rueff*. Actas de un coloquio celebrado en el centenario del nacimiento de Jacques Rueff, París, noviembre, número 7.
- [24] MUNDELL, R. A. (1997a): «Updating the Agenda for Monetary Reform», en Mario I. BLEJER, Jacob A. FRANKEL, Leonardo LEIDERMAN, Assaf RAZIN (y en colaboración con David M. CHENEY), eds., *Optimum Currency Areas*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
- [25] MUNDELL, R. A. (1997b): *The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?*, Latrobe, PA: Center for Economic Policy Studies, St. Vincent College.
- [26] MUNDELL, R. A. (1998): «Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money», *Zagreb Journal of Economics*, número 2(2), páginas 3-38.
- [27] NEIKIRK, W. R. (1987): *Volcker: Portrait of the Money Man*, Nueva York: Congdon & Weed.
- [28] REID, W. (1907): *The Greatest Fact in Modern History*, Nueva York: Crowell.
- [29] WANNISKI, J. (1974): «It's Time to Cut Taxes», *Wall Street Journal*, 11 de diciembre.
- [30] WANNISKI, J. (1978): *The Way the World Works*, Nueva York: Basic Books.
- [31] YOUNG, J. P. (1925): *European Currency and Finance*, Washington, DC: U.S. Government Printing Office.