

# La moneda como relación de poder

Currency as a relationship of power

Julio Sevares<sup>1</sup>

*“En particular, todo país miembro: iii) evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros”*

*Convenio Constitutivo del FMI.*<sup>2</sup>

*“El período iniciado en 1971 ha visto reiterados esfuerzos de las clases dominantes de Estados Unidos de usar la posición dominante del dólar para forzar a otras economías a absorber una mayor parte de la declinación de largo plazo de la economía estadounidense”*

*David McNally.*<sup>3</sup>

## Resumen

La cuestión de la hegemonía monetaria y de las relaciones de paridad de las divisas es clave para el análisis de las finanzas y de las relaciones de poder entre estados y sectores económicos y sociales, porque la moneda

---

<sup>1</sup> Doctor en Ciencias Sociales por la Universidad de Buenos Aires; Profesor en la Maestría en Historia Económica y Relaciones Económicas Internacionales de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Miembro del Grupo de Trabajo sobre China, del Consejo para las Relaciones Internacionales (CARI) de Buenos Aires. Su reciente libro: “Porqué crecieron los países que crecieron” Edhasa, Buenos Aires 2010.

<sup>2</sup> FMI Convenio Constitutivo. Artículo IV. Obligaciones referentes a regímenes de cambio. Sección 1. Obligaciones generales de los países miembros. <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/aa/aa.pdf>

<sup>3</sup> David McNally. Turbulence in the world economy. Monthly Review 1999, June. Issue2 sin indicación de página. <http://monthlyreview.org/1999/06/01/turbulence-in-the-world-economy>

hegemónica proporciona ventajas económicas y políticas a los Estados que la emiten y a los agentes financieros que operan con la divisa clave y que tienen, por lo tanto, una posición privilegiada en el mercado financiero internacional como receptores, prestamistas y administradores de capitales.

**Palabras clave:** Moneda; poder; hegemonía monetaria, paridad de divisas.

### **Abstract**

The issue of monetary hegemony and the parity of currencies is key to the analysis of finance and of power relations between states and economic and social sectors, because the hegemonic currency provides economic and political benefits to issuing States and financial agents operating with key currency and which, therefore, are in privileged position in the international financial market as recipients, lenders and administrators of capital.

**Keywords:** Currency; power; monetary hegemony; parity of currencies.

### **Introducción**

La crisis iniciada en 2007 encendió la discusión sobre la utilización del tipo de cambio como instrumento para ganar competitividad frente a otras economías. En ese contexto, el Gobierno de Estados Unidos (US) acusó a China de mantener artificialmente subvaluado el yuan para promocionar sus exportaciones y el de Brasil acusó a US de estar librando una “guerra de divisas” al promover la devaluación del dólar, para aumentar sus exportaciones, mediante la baja de las tasas de interés.

En un primer nivel, el episodio aparece como una disputa cambiaria vinculada con el comercio. Pero, en un sentido más amplio, es una disputa por el poder monetario internacional, factor decisivo para el ejercicio del poder económico y político.

La instauración de una moneda nacional como moneda del comercio internacional y del atesoramiento público y privado (como divisa clave)<sup>4</sup> es consecuencia del poder económico (respaldado por un poder militar) de la potencia emisora y es, a su vez, un instrumento de poder en la arena internacional en varias dimensiones.

El emisor de la divisa de aceptación internacional puede financiar sus déficit de cuenta corriente emitiendo, y está menos expuesto a la volatilidad del mercado de cambios (porque la mayor parte de sus pagos e ingresos están denominados en su propia moneda) y si la moneda se deprecia en relación a otras mejora su capacidad exportadora y se reduce su deuda en relación a otras monedas.

Esto incluye la capacidad de financiar el gasto militar (como sucedió en los períodos de expansión del gasto militar en US) y, por lo tanto, la posición de poder estratégico. (Ferguson, 2001)

El sector financiero, por su parte, prefiere una moneda fuerte porque la valoriza como moneda de reserva, lo cual favorece a las entidades y los centros financieros que operan en esa moneda (donde esa moneda es nacional), y el sector con más actividad transfronteriza prefiere, también, la estabilidad cambiaria porque reduce la incertidumbre sobre el valor de deudas y acreencias futuras, y determina la estabilidad de las relaciones de tasas de interés entre los diferentes mercados.

---

<sup>4</sup> Clave en el sentido de piedra clave de bóveda que, desde arriba, sostiene el resto del arco y cuya ruptura provoca el desmoronamiento de todos los componentes de la bóveda. Pero, en la bóveda, la ruptura de una piedra menor también amenaza la sustentabilidad del sistema y la de la propia piedra clave. La bóveda, constituye, por lo tanto, un sistema jerárquico pero de interdependencia.

En el mercado financiero internacional las tasas de interés de los diferentes mercados nacionales se consideran en relación a la tasa de interés y la cotización esperada de la moneda con que se opera: vg. La rentabilidad de un depósito o un crédito otorgado en moneda extranjera dependerá de la tasa de interés más el valor de esa moneda en el momento de rescatar el depósito o recibir el pago del crédito. Si existen expectativas de devaluación de esa moneda, el prestamista exigirá una tasa de interés que contemple el costo financiero estándar más la desvalorización esperada en relación a la moneda local del prestamista.

Como explica Randall Henning (1994), los bancos prefieren baja inflación para que no se licuen sus acreencias y por eso prefieren un tipo de cambio estable y que tienda a revaluarse (por su efecto anti inflacionario)

La preferencia financiera (y en alguna medida también de las corporaciones productivas) debe relativizarse por el hecho de que la variación de tipos de cambios e intereses proporciona oportunidades para la especulación.

Pero existen también razones políticas y estratégicas:

Históricamente, sostiene Eichengreen, la moneda líder internacional ha sido siempre emitida por el poder internacional líder... Una razón por la que el dólar dominó desde la Segunda Posguerra era porque la Fortaleza Americana era segura... los bancos centrales extranjeros y otros inversionistas quieren saber que su dinero está seguro. Y la seguridad tiene más dimensiones que las puramente financieras. El poder líder tiene también la capacidad militar y estratégica para modelar las relaciones internacionales y las instituciones para apoyar su moneda. Después de la Segunda Guerra, US podía insistir para que sus aliados apoyaran al dólar y países como

Alemania no tenían otra opción que aceptar (Eichengreen, 2011; 133)

### **Las relaciones monetarias: un juego de interdependencia asimétrica.**

Como explica el experto en moneda Benjamin Cohen, en la consideración del papel de las monedas en el mercado internacional,

La política entra en juego porque una moneda internacional le ofrece ventajas únicas, tanto políticas como económicas, a la nación emisora. Naturalmente, los economistas tienden a centrarse en los beneficios económicos, como el señoreaje internacional, o sea, el aumento de recursos reales que ocurre cuando un país emite una moneda que otros adquieren y conservan. Otro beneficio económico es la flexibilidad macroeconómica que se logra al poder financiar déficits en la moneda propia; a eso se refirió Charles de Gaulle al quejarse del “privilegio exorbitante” de Estados Unidos. Pero también hay ventajas políticas. El gobierno de un país con una moneda internacional tiene más margen para iniciativas diplomáticas o militares más allá de sus fronteras. El país emisor adquiere influencia geopolítica. Y no olvidemos el prestigio que confiere una moneda internacional. En las palabras del Premio Nobel especialista en temas monetarios, Robert Mundell, “Las grandes potencias tienen grandes monedas”. (Cohen, 2009;26)

Pero, señala Cohen, no todos son beneficios para el emisor porque, cuando se produce una acumulación excesiva de la moneda en manos extranjeras el emisor depende de las expectativas de los

tenedores externos de su moneda: si estos tenedores consideran que la moneda pueden decidir venderla y provocar su devaluación. En una situación así, el emisor se encuentra ante la necesidad de subir las tasas de interés para apuntalar la moneda en los mercados de cambio<sup>5</sup>, lo cual afecta su economía real. Así lo demuestra, explica Cohen, el “prolongado sufrimiento” de Gran Bretaña después de la segunda guerra mundial, cuando el país tuvo que defender su moneda con políticas monetarias contractivas y someterse a presiones políticas de US, para obtener créditos destinados a fortalecer su sector externo y las reservas de apoyo a la libra.

En el mismo sentido, Robert Boyer considera que

la moneda constituye uno de los atributos claves de los Estados-naciones y tiende a homogeneizar un espacio de circulación de mercancías en el seno de fronteras que son esencialmente políticas. Pero, por otro lado, ...la lógica monetaria supera el Estado-nación e impone limitaciones a su autonomía (Boyer, 1989; 62)

Pero, señala Aglietta, el interés común en instalar reglas coherentes para reducir la incertidumbre es contrarrestado por “la rivalidad de las naciones para afirmar su poder monetario frente a las reglas comunes” y por las presiones que los países hacen para que “las reglas se transformen en un sentido en que puedan ser incompatibles con las metas de los asociados” (Aglietta, 1987; 56).

En este sentido, en el escenario de la rivalidad sigue operando la tendencia a la cooperación como instrumento de autopreservación de los propios competidores.

---

<sup>5</sup> El aumento de la tasa de interés en el mercado del país emisor aumenta el interés de los tenedores en retener los títulos nominados en la divisa o en depositarla en el sistema bancario del país emisor.

La relación de interdependencia se verifica también en el país que acumula reservas en divisas extranjeras.

Si bien la acumulación de una divisa extranjera por parte de un país es un signo de fortaleza porque refleja su capacidad de ganarlas con el comercio o atrayendo inversiones externas, la tenencia de divisas genera dependencia porque el valor de las reservas depende de la fluctuación de esa moneda y, si las reservas están formadas con títulos de deuda soberana, una devaluación de emisor de la divisa clave implica una devaluación del valor de sus títulos de deuda y de las acreencias de los tenedores de esos títulos.

En estas condiciones, la situación del país acreedor (que tienen títulos públicos en sus reservas) depende de su capacidad para influir sobre la política monetaria o fiscal del país emisor. Si el acreedor es un país con poco poder relativo internacional está sometido a las decisiones monetarias del país emisor, las cuales son dictadas en función de objetivos internos y estratégicos del emisor.

Otro caso de interdependencia asimétrica se encuentra en las políticas monetarias de los países.

La política monetaria del emisor de la divisa clave influye sobre el resto del mundo en la medida que afecta a los intereses que rigen en el mercado de esa divisa, que es tanto el de la nación emisora como el mercado de crédito internacional en divisa clave (Por ejemplo, un aumento en las tasas de intereses en US influye en el rendimiento de los títulos públicos y privados denominados en dólares en poder de empresas y particulares y Estados, y en las tasas de interés vigentes para los créditos bancarios en dólares en todo el mundo.)

A su vez, los rendimientos en las divisas claves afectan las paridades relativas de las monedas en todo el mundo, porque el aumento del rendimiento de un título en determinada moneda atrae inversores que compran la moneda de los títulos más rentables al tiempo que venden las que poseen, provocando una desvalorización de éstas últimas.

En este sentido, los movimientos de tasas de interés pueden estar determinados por objetivos cambiarios vinculados a políticas de comercio exterior.

Por el contrario, las decisiones monetarias o cambiarias de los emisores de monedas sin circulación internacional y con mercados financieros poco relevantes en el conjunto del mercado mundial, no influyen en ese mercado: son periféricos “tomadores de precios” que han sido formados en el o los países centrales.

Las decisiones de fijación de los tipos de cambio de los gobiernos están influenciada por objetivos económicos de corto plazo (decisiones vinculadas con la macroeconomía) con objetivos estratégicos de largo plazo, como se observa en lo que se ha dado en denominar las guerras de divisas, en las cuales los estados disputan la competitividad en el mercado internacional (la posición estratégica en ese mercado) y que tiene en perspectiva el papel de las divisas claves como instrumentos de reserva, lo cual le otorga a los estados emisores una capacidad de financiamiento externo, para el estado y sus agentes privados, que no tienen los emisores de divisas menores.

### **Moneda y estrategia nacional**

La elección del nivel del tipo de cambio y de la política monetaria que influye en el mismo, es, además, una decisión estratégica de



política económica porque determina costos y beneficios entre sectores económicos y rentabilidades relativas entre sectores productivos que influyen en el modelo de acumulación interna y de inserción internacional.

El paridad de una moneda no sólo afecta las relaciones del país emisor con el resto del mundo sino también a los sectores económicos internos, por lo cual, la política cambiaria de los estados está influida por las relaciones de poder dentro de esos estados.

Un tipo de cambio elevado beneficia a los sectores exportadores porque obtienen más moneda nacional por las divisas que obtienen en el exterior o porque pueden vender a un precio menor en divisas. También beneficia a los productores locales, porque encarece la competencia externa. Sin embargo estas relaciones están relativizadas porque el alto precio de los importados afecta también los costos de producción de exportadores y productores por los insumos o partes importadas.

Una devaluación puede beneficiar a la producción pero provoca un encarecimiento de las deudas en divisas o de productos o servicios indispensables.

A su vez, para los sectores con mayor vinculación externa la estabilidad cambiaria es más importante que para los más dependientes del mercado doméstico, y la influencia de esa inestabilidad sobre el conjunto de la economía está en relación directa con el grado de apertura de la misma (la cual se mide generalmente por el volumen del comercio en relación al Producto Interno Bruto (PIB)).

El sector financiero, por su parte, prefiere una moneda fuerte porque la valoriza como moneda de reserva, lo cual favorece a las

entidades y los centros financieros que operan en esa moneda (donde esa moneda es nacional), y el sector con más actividad transfronteriza prefiere, también, la estabilidad cambiaria porque reduce la incertidumbre sobre el valor de deudas y acreencias futuras y determina la estabilidad de las relaciones de tasas de interés entre los diferentes mercados.

En el mercado financiero internacional las tasas de interés de los diferentes mercados nacionales se consideran en relación a la tasa de interés y la cotización esperada de la moneda con que se opera: vg. La rentabilidad de un depósito o un crédito otorgado en moneda extranjera dependerá de la tasa de interés más el valor de esa moneda en el momento de rescatar el depósito o recibir el pago del crédito. Si existen expectativas de devaluación de esa moneda, el prestamista exigirá una tasa de interés que contemple el costo financiero estándar más la desvalorización esperada en relación a la moneda local del prestamista.

Como explica Randall Henning (1994) los bancos prefieren baja inflación para que no se licuen sus acreencias y por eso prefieren un tipo de cambio estable y que tienda a revaluarse (por su efecto anti inflacionario)

De todos modos, la variación de tipos de cambios e intereses proporciona oportunidades para la especulación para los agentes financieros y los no financieros con saldos disponibles para la especulación.

### **El Patrón Oro: La hegemonía británica.**

Gran parte del siglo XIX funcionó bajo el sistema de patrón oro. En ese régimen, que por otra parte nunca funcionó en su estado puro en ningún país, la economía está abierta a los flujos de capital y de moneda. La oferta monetaria interna de un país depende, como en el régimen de convertibilidad, de las reservas de oro del

país, porque el banco central sólo entrega moneda al mercado a cambio del oro que recibe, a un precio determinado (el tipo de cambio). La tasa de interés, que es el precio del dinero, depende a su vez de la cantidad de moneda que circula en la economía.

En este sistema, cuando un país logra superávit comercial, recibe más oro del que envía al exterior, por lo que aumenta sus reservas y su oferta monetaria. Esto provoca, a su vez, la baja en la tasa de interés. Por otra parte, la abundancia de moneda y la baja de los intereses estimula el consumo y las importaciones y las reservas de oro se reducen. La oferta monetaria cae y la tasa de interés aumenta. La demanda interna se contrae y se recupera el sector externo: Las reservas vuelven a aumentar, y así sucesivamente, en un mecanismo automático de ajuste de corto plazo. En este contexto los precios internos no aumentan porque cuando lo hacen se produce una revaluación de la moneda, se encarecen las exportaciones y se abaratan las importaciones, lo que conduce, rápidamente, a la restricción monetaria.

En conclusión, en el régimen de patrón oro los países fijan el tipo de cambio y no tienen política monetaria independiente. La oferta monetaria depende de su comercio exterior y de la balanza de los servicios financieros (intereses, regalías, pagos de patentes o utilidades empresarias remitidas o recibidas del exterior).

Uno de los mitos del patrón oro es que el Banco de Inglaterra, emisor de las libras que constituían la principal moneda de cambio y reserva internacionales y el depositario de las principales reservas de oro del mundo tenía una política neutral, dedicada a vigilar el funcionamiento automático del mercado. Sin embargo, explica Galbraith,

El Banco de Inglaterra era un instrumento de una clase dominante. Entre los poderes que el Banco obtenía de esa clase dominante estaba el de infligir privaciones. Podía bajar los precios y los salarios y aumentar el desempleo. Eran los correctivos que se aplicaban cuando se perdía oro, cuando la euforia era excesiva. Pocos -o nadie- previeron que los obreros y los campesinos tendrían un día un poder que haría que los gobiernos no estuviesen dispuestos a imponer aquellas privaciones, aunque la causa fuese tan justa como la defensa de la moneda (Galbraith, 1983-1; 58)

El tipo de cambio estable que garantizaba el patrón oro era fundamental para Londres por el volumen de su comercio externo y sus relaciones financieras que requerían la estabilidad de la libra en relación a las monedas de los países con los cuales tenía relaciones económicas. Paralelamente, la libra se había convertido en la moneda de cambio internacional en las transacciones comerciales y financieras por su estabilidad y confiabilidad, ya que era convertible en oro a una tasa estable.

Antes de la Primera Guerra no había dudas en la mayoría de los países sobre la prioridad de mantener el patrón oro. Había sólo una preocupación limitada sobre la necesidad de que el banco central se orientara en objetivos como (combatir) el desempleo. Y cualquiera de esas preocupaciones tenían poco impacto político, dado el limitado alcance del derecho a voto, la debilidad de los sindicatos y la ausencia de partidos de los trabajadores en el parlamento (Eichengreen, 1998; 195)

La estabilidad del patrón oro era especialmente apreciada por el mundo financiero. Según Polanyi,

si la clase comercial fue la protagonista de la economía mercantil, el banquero fue el dirigente nato de esa clase. La

ocupación y las ganancias dependían del margen de beneficios de los negocios, pero el margen de beneficios de los negocios dependía de los cambios estables y condiciones sólidas de crédito, y ambas estaban a cuidado del banquero (Polanyi, 1947; 271)

### **La hegemonía monetaria: de la libra al dólar**

Con el estallido de la Primera Guerra los países europeos que tenían monedas convertibles en el marco del Patrón Oro abandonaron la convertibilidad y volvieron a los controles de cambios para administrar sus reservas.

Una vez finalizado el conflicto, los países fueron volviendo al patrón oro. En 1921 cinco países volvían a tener una moneda convertible, pero la principal moneda mundial hasta ese momento, la libra esterlina permanecía en la inconvertibilidad por la debilidad de sus reservas, minando la estabilidad del sistema.

Pero Gran Bretaña no pudo retornar a la convertibilidad de la libra, porque no tenía las suficientes reservas para garantizarla, estaba endeudada con US y no tenía la competitividad necesaria para obtener oro o divisas.

Esta situación la sometió a intensas negociaciones con US, en búsqueda de un préstamo para fortalecer sus reservas, poniéndola en condiciones de dependencia frente a la potencia emergente. Aún así, Gran Bretaña conservaba un gran poder de negociación frente a países que mantenían reservas en libras inconvertibles y que dependían de la capacidad de Gran Bretaña para recuperar su competitividad comercial y recomponer sus reservas.

Por su parte US no estaba todavía dispuesto a asumir el papel de potencia hegemónica: tenía los recursos para hacerlo pero la

mayor parte de su economía dependía del mercado interno y los sectores dominantes estaban más interesados en ese mercado que en el mundial. Esta política tuvo una importante excepción, no obstante, a partir de 1924, con los programas para apoyar la recuperación de Alemania.

Ante la desconfianza que generaba el mercado británico, US se convirtió en un centro de atracción de capitales por lo que Londres tenía que mantener una tasa de interés elevada para retener capitales, que afectaba el crecimiento de su economía.

Al mismo tiempo, el flujo de préstamos de US al exterior (el reciclaje de las divisas obtenidas por su superávit comercial y la atracción de capitales) era insuficiente.

La dificultad para restablecer un orden monetario y las variaciones en la tasas de interés y, en general, en las condiciones económicas y políticas ocasionaron flujos de capitales, devaluaciones competitivas y proteccionismo.

Quizá, sostiene Michel Aglietta, los desórdenes económicos y financieros se hubiesen podido controlar si todas las grandes potencias hubiesen tenido una concepción clara y común de lo que debía salvaguardarse dentro del sistema monetario internacional. Se produjo justamente lo contrario. Los poderes monetarios se hicieron más autónomos y los objetivos monetarios se mezclaron con resentimientos políticos segregados por el tratado de Versalles (Aglietta, 1988; 102)

Ante la inconvertibilidad y la debilidad de la libra, el oro era atesorado como reserva de valor y se convirtió en un bien escaso.

Según Aglietta, la primera línea de fractura del orden monetario internacional en este período fue la creación de la Reserva Federal

(Fed) en 1913. La política de la Fed era muy importante porque el sistema financiero estadounidense se había convertido en la principal fuente de financiamiento de largo plazo. La Fed

tuvo una actitud ferozmente nacionalista que se preocupaba poco por las famosas ‘reglas no escritas del patrón oro’. Llevó a cabo deliberadamente una política de manipulación discrecional del crédito interno, sin la más mínima preocupación por las repercusiones que pudiera tener sobre las reservas de oro y sobre la balanza de pagos de Estados Unidos (Aglietta, 1988; 103)

Las reglas no escritas eran permitir que la oferta monetaria interna (y, por lo tanto, el nivel de precios) se ajuste según el ingreso o salida de oro.

Pero la Fed manipuló el crédito interno en función de sus objetivos de crédito interno esterilizando ingresos de reservas para evitar un aumento de la oferta monetaria y de la inflación (compra del oro que ingresa y luego venta de títulos en dólares para recuperar los dólares emitidos a cambio de la compra de oro)

Sin esterilización la tasa de interés tiende a bajar, pero la esterilización requiere ofrecer tasas de interés atractivas que influyen sobre la tasa de interés del mercado. En ese momento, los aumentos en tasas de interés en US provocaban salida de capitales de Gran Bretaña y la obligaban a aumentar su propia tasa de interés a pesar de que el gobierno procuraba mantenerla baja para estimular la economía.

En 1922 las potencias intentaron un primer acuerdo para estabilizar el sistema. Ese año, la Sociedad de las Naciones convocó a la Conferencia de Génova, para tratar la inestabilidad de los tipos de cambio y negociar una vuelta al patrón oro que

había regido hasta 1914 y que era considerado como un instrumento de estabilidad cambiaria y de los sistemas de precios. La Conferencia concluyó sin resultados en 1925.

Roosevelt, que recién asumía el gobierno, quería una devaluación para aumentar los precios de los bienes, es decir, para combatir la depresión. En Londres, los negociadores habían llegado a un pre-acuerdo de estabilización, pero Roosevelt lo rechazó en duros términos calificando la estabilización de los tipos de cambio como una falacia, una medida artificial y un fetiche de los bancos. (Kindleberger, 1988)

La Conferencia de Génova, sostiene Susan Strange, debería haber sido el Bretton Woods (BW) de entreguerras, pero fracasó por diferencias entre las potencias. Como telón de fondo se encontraba la imposibilidad de Gran Bretaña para seguir actuando como potencia hegemónica comercialmente benevolente y como prestamista de última instancia, junto a la reluctancia de US para asumir ese rol. Puntualmente, el fracaso se debió a que Francia le otorgaba una gran importancia a las compensaciones de guerra de Alemania y quería que el tema se incluyera como prioritario en la agenda genovesa, mientras que US y Gran Bretaña, consideraban prioritarios otros asuntos. (Strange, 2004)

En Génova las potencias acordaron contabilizar como reservas las divisas. Dado que buena parte de las reservas de divisas de los países eran en libras, esto creó una vulnerabilidad para Gran Bretaña que se colocó bajo la amenaza de que algún país demandara la convertibilidad de sus libras en oro. Y la principal amenaza era su principal acreedor, el Banco de Francia.

Francia también mantuvo una política nacionalista acumulando oro, forzando los pagos de reparaciones de Alemania y negarse a aceptar una regulación monetaria del Banco de Inglaterra. Esa



política restrictiva aumentaba las tasas de interés y atraía capitales de Gran Bretaña y acumulaba libras.

En 1928 decretó la convertibilidad del franco en oro lo que provocó un ingreso de oro que contribuyó a desestabilizar las reservas de Gran Bretaña. El ingreso de oro no bajó las tasas de interés porque el Banco de Francia retiraba liquidez creada por ese ingreso mediante la esterilización.

Un episodio histórico decisivo en la búsqueda de equilibrio del sistema mundial fueron las negociaciones por las reparaciones de guerra impuestas a Alemania.

Cuando terminó la Primera Guerra, Francia e Inglaterra decidieron imponer a Alemania una elevada compensación. La idea fue criticada por Keynes en su trabajo “Las Consecuencias Económicas de la Paz”, donde proféticamente sostuvo que esa opción sería contraproducente para la estabilización europea. (Keynes, 1987)

El pago de las reparaciones de guerra ocasionó un drenaje de oro que afectó la economía alemana y la paridad de su moneda. Para garantizar el cobro de las reparaciones, Francia ocupó la zona carbonífera germana. El gobierno alemán decidió asistir a las empresas de la zona con aportes financieros, pero los empresarios respondieron de una forma típica: utilizaron parte de los marcos recibidos para comprar oro y divisas.

En la segunda mitad de 1923, las dificultades económicas y el drenaje de reservas provocó una corta y devastadora hiperinflación, que se cortó con un programa de conversión monetaria apoyado con recursos externos. Parte de los mismos fueron aportados por US a través de los Dawes -nombre del entonces secretario del Tesoro- y Young, por un banquero que participó en la organización de la asistencia. Estos planes,

antecedentes del Plan Marshall, crearon expectativas en la recuperación alemana por lo que muchos inversores privados estadounidenses compraron títulos germanos.

Esa corriente de dinero se revirtió rápidamente a partir de 1927, cuando las inversiones fueron atraídas por el alza de la bolsa neoyorkina, afectando la economía germana.

### **La convertibilidad y el interés de los banqueros**

A comienzo de los años veinte comenzó a discutirse en Gran Bretaña el regreso de la libra a la convertibilidad, la cual era impulsada por intereses diversos: los industriales que esperaban que la libra volviese a ser aceptada como instrumento para la inversión externa (es decir aceptada para la compra de activos en otros países) y por los banqueros, que querían que la libra no perdiera su papel en las actividades financieras.

En términos generales, la vuelta a la convertibilidad y la restauración de la libra como divisa clave era percibida por un sector de la clase dominante británica como una forma de restaurar el esplendor del Imperio.

En un discurso de presentación del presupuesto, el 4 de mayo de 1925, el ministro de Hacienda Winston Churchill defendió la vuelta al patrón oro en los siguientes términos.

Si la libra inglesa no ha de ser el patrón que todo el mundo conoce y en el que todos pueden confiar, que cada persona en cada país comprenda de lo que puede fiarse, es posible que los negocios realizados no sólo dentro del imperio británico, sin también de toda Europa, tengan que hacerse en dólares en vez de en libras esterlinas. Creo que ésta sería una gran desgracia (Citado por Kindleberger, 1988; 462)

Como parte de esto se discutió, también, la paridad que debía fijarse. Un sector proponía una vuelta a la paridad que la libra tenía antes de la Primera Guerra, lo cual implicaba revaluar la moneda un 10% y que los precios internos cayeran un 10% para que las exportaciones no perdieran competitividad.

El sector financiero defendía esta posición porque implicaba recuperar el valor de moneda con la que trabajaban y, especialmente, el valor de sus activos (sus acreencias) en términos de oro. Pero también porque la convertibilidad a un cambio oro menor hubiera devaluado en términos de oro los depósitos recibidos del extranjero y minado la confianza de los inversores en la banca británica. “La City, sostiene Kindleberger veía la vuelta a la paridad como una respuesta al desafío de Nueva York como centro financiero mundial, estribillo que resuena en la defensa de la acción que hizo Churchill en abril y mayo de 1925” (Kindleberger, 1988;457)

Un sector del laborismo se oponía a la vuelta al patrón oro, especialmente a una paridad elevada, porque temía que afectaría la industria.

Keynes también estaba en contra porque consideraba que los precios internos no se reducirían, por lo cual la moneda quedaría revaluada y afectaría el comercio exterior. (El argumento de la inflexibilidad de los salarios nominales a la baja se convertiría en una pieza central de las recomendaciones de Keynes en la crisis de los años treinta).

En un artículo de febrero de 1925, comenta las recomendaciones de los banqueros de volver al patrón oro:

Una vez más los presidentes de la banca han mostrado para nuestro examen, sus figurines de la moda financiera. Los

nombres varían, pero los modelos son en general los mismos. El primero muestra el matrimonio con el patrón oro como el más deseado, el más urgente, el más honorable, el más virtuoso, el más próspero y el más santo de todos los estados posibles (Keynes, 1988; 198)

En estos párrafos, Keynes se refiere a los discursos públicos que daban anualmente los presidentes de los cinco principales británicos.

En un artículo de febrero de 1924 escribe

Tenemos una costumbre admirable en este país, en virtud de la cual una vez por año los jefes supremos de los cinco grandes bancos abandonan por un día la ingrata tarea de persuadir a sus clientes para que acepten préstamos y, poniéndose la toga y el birrete, suben a la tribuna del conferenciante para exponer la teoría de su práctica: se trata de una especie de saturnales, durante cuya celebración todos somos efímeramente iguales, con la palabra como única arma (Keynes, 1988; 194).

El gobierno decretó la vuelta a la convertibilidad en abril de 1925 a la paridad de antes de la Guerra. La revaluación provocó una pérdida de competitividad y de exportaciones y salida de capitales. La caída de las actividades de exportación dieron lugar a una huelga minera primero y a una huelga general después.

En 1925, Keynes reunió una serie de artículos críticos sobre la medida que tituló “Las consecuencias económicas de Mr. Churchill”, en los que advierte sobre las consecuencias económicas y sociales del patrón oro y de la revaluación.

En 1930, un año antes del fin de la convertibilidad escribió

“Auri Sacra Fames” : El oro, situado en un principio en el cielo, con su consorte la plata, como el sol y la luna, se ha quitado sus sagrados atributos y ha vuelto a la tierra como un autócrata, y a renglón seguido puede descender a la sobria condición de un rey constitucional con un gobierno de bancos; y puede que nunca sea necesario proclamar una república (Keynes, 1988;171)

En 1931 Gran Bretaña salió de la convertibilidad.

En julio de 1932, Gran Bretaña promovió el Tratado de Ottawa por el cual los países del Commonwealth (Sus colonias India y Sudáfrica y sus dominios, Canadá y Australia) crearon una zona de preferencias arancelarias (“preferencias imperiales”)

Paralelamente se comprometieron a aceptar y mantener en sus reservas libras esterlinas, lo cual creó una zona de la libra que contribuyó a su estabilidad o, más bien, a reducir su debilidad.

Dos décadas más tarde, en los años cincuenta, explica Eric Helleiner, este acuerdo comercial y financiero era insostenible por los acuerdos multilaterales para la apertura comercial y la convertibilidad, por lo que Gran Bretaña evaluó que sería más beneficioso para su posición como centro financiero promover las operaciones off shore en dólares. (Helleiner, 1996).

A partir de ese momento, el sistema monetario internacional estaba dividido en tres bloques: lo que quedaba del patrón oro, liderado por US; la zona de la libra, formada por Gran Bretaña y países del Commonwealth, con el tipo de cambio fijo en libras esterlinas, y la zona de Europa Central y del Este, liderada por Alemania, en la cual prevalecían los controles de cambio. Argentina que tenía un comercio superavitario con Gran Bretaña y

reservas y acreencias en libras esterlinas, quedó en la zona de la libra.

En 1932 la Sociedad de las Naciones convocó a una Conferencia Económica Mundial para tratar los problemas comerciales, monetarios y financieros en conjunto. En abril de 1933, mientras se preparaba la Conferencia, US abandonó el patrón oro sin comunicarlo a Gran Bretaña. La Conferencia comenzó en junio y se discutió la estabilización del dólar a 4 dólares la libra. En el mercado el dólar estaba más bajo y con la noticia de un posible acuerdo se revalorizó, lo cual bajó los precios de los productos estadounidenses en el mercado mundial

En septiembre de 1936, US, Gran Bretaña y Francia, hicieron un acuerdo tripartito para gestionar sus mercados nacionales de divisas, dando “por primera vez carácter oficial a la acción mancomunada de los bancos centrales. Con ello se preparó el terreno para la posterior cooperación internacional en la política monetaria” (Van der Wee, 1986,502).

Pero el acuerdo no significó el ordenamiento del sistema internacional, que estaba ya dominado por la carrera armamentista que conducía hacia la Segunda Guerra.

### **La hegemonía del dólar**

En la Segunda Posguerra, US quedó como la potencia monetaria hegemónica porque tenía el 70% las reservas mundiales de oro, era acreedor del resto del mundo, tenía el nivel de productividad más alto entre las potencias industriales y por lo tanto el nivel de competitividad para sostener ese superávit. Tenía, además, el poder militar necesario para respaldar su poder económico en todo el mundo.

En estas condiciones los firmantes del Acuerdo de BW pudieron instaurar la convertibilidad del dólar en oro a 35 dólares la onza troy, un nivel establecido en US poco antes de la Segunda Guerra y el dólar pudo convertirse en la divisa clave del momento.

La moneda de la potencia hegemónica del siglo XIX no pudo recuperar su lugar luego de la Primera Guerra porque Gran Bretaña no tenía ni las reservas ni la competitividad para sostener la convertibilidad de la libra, ni US estaba en disposición de proporcionarle la ayuda financiera necesaria para sostener esa convertibilidad porque el poder económico de US estaba centrado todavía en su mercado interno. Pero, en la Segunda Posguerra el escenario era diferente: US había acumulado la mayor parte de las reservas mundiales de oro, era acreedor internacional, tenía una balanza comercial positiva y un nivel de competitividad que le permitía sostenerla y seguir acumulando reservas y las corporaciones productivas y financieras del país habían alcanzado un nivel de desarrollo por el cual las fronteras nacionales les resultaban estrechas y necesitaban proyectarse hacia el mercado mundial.

En estas condiciones, US tenía el interés y la posibilidad de financiar la creación de condiciones para una progresiva apertura de los mercados comerciales y financieros. Es decir, asumir el costo de la hegemonía financiando a los deudores, aceptando la convertibilidad de su moneda y manteniendo abierto su mercado, condujo a guerras de divisas y comercio y la crisis de las relaciones internacionales.

En la Segunda Posguerra (como se analiza en el capítulo sobre la liberalización del mercado de capitales) el sistema se estabilizó bajo la hegemonía de US y la imposición de su moneda, que en ese momento atravesaba una situación contradictoria en relación al

imperio de las monedas. Por una parte tenía interés en la instauración del dólar como moneda internacional por los beneficios que podía proporcionarle pero, por otra, también tenía interés en la restauración de las demás grandes monedas porque eso contribuiría a estimular el comercio internacional y a reducir los controles cambiarios que mantenían los países deficitarios (para administrar sus divisas escasas) y, de ese modo, reinstaurar el libre movimiento de capitales.

La instauración de un mercado de bienes y de capitales más abierto favorecería las exportaciones de US y los negocios de las corporaciones financieras y productivas de ese país en todo el mundo.

Históricamente, sostiene Barry Eichengreen, la moneda líder internacional ha sido siempre emitida por el poder internacional líder... Una razón por la que el dólar dominó desde la Segunda Posguerra era que la Fortaleza Americana era segura...los bancos centrales extranjeros y otros inversiones quieren saber que su dinero está seguro. Y la seguridad tiene más dimensiones que las puramente financieras. El poder líder tiene también la capacidad militar y estratégica para modelar las relaciones internacionales y las instituciones para apoyar su moneda. Después de la Segunda Guerra, Estados Unidos podía insistir para que sus aliados apoyaran al dólar y países como Alemania no tenían otra opción que aceptar (Eichengreen, 2011; 133).

Pero US tenía un interés estratégico en el sostenimiento de la libra esterlina: el gobierno de ese país y especialmente el Departamento de Estado, tenía el proyecto de imponer tanto el dólar como la libra como monedas internacionales, con el objetivo de reunir fuerzas con Gran Bretaña, un tradicional partidario de la convertibilidad y el libre cambio, para imponer a otros países, a



cambio de su ayuda financiera, la obligación de la estabilidad monetaria y la liberalización del mercado. (van der Wee, 1986; 512)

Por otra parte, muchos países que tenían intensas relaciones económicas (comercio, préstamos e inversión) con Gran Bretaña, tenían reservas públicas y ahorros e inversiones privadas en libras, y al no ser convertible sólo podían comprarle a ese país. La convertibilidad de la libra permitiría cambiarla en dólares que se convertirían en demanda de productos de US y en inversiones en títulos denominados en dólares.

### **El Acuerdo de Bretton Woods**

Bretton Woods estableció el patrón oro-dólar con la convertibilidad del dólar en 35 dólar la onza troy y con el compromiso de los países centrales de volver progresivamente a la convertibilidad. Los países con desequilibrio externo y bajas reservas tenían la posibilidad de acceder a financiamiento para sostener déficit de cuenta corriente sin hacer el ajuste externo, y podían, con ciertas limitaciones, devaluar sus monedas.

Con ese acuerdo, el sistema monetario pasó de un régimen de autorregulación basado en la convertibilidad de las monedas en oro, en un contexto de libre circulación de bienes y capitales, a un sistema de regulación estatal de la creación de moneda, en un contexto de controles al comercio de bienes y a los movimientos de capital. (Guttman, 2008)

Poco después del Acuerdo, el Secretario del Tesoro de US Douglas Dillon, explicó con claridad la ventaja que representaba para su país emitir la moneda de aceptación internacional:

Tenemos un beneficio real en el hecho de que podemos financiar nuestros déficit a través del incremento de las tenencias de dólares en el extranjero. Si no tuviéramos una moneda de reserva, si no fuéramos el banquero mundial, esto no habría sucedido. Si estuviéramos en la misma situación que enfrentan otros pueblos, tan pronto como hubiéramos tenido un déficit (en la balanza de pagos) habríamos tenido que balancear nuestras cuentas por uno u otro medio; aunque ello significara reducir las importaciones, como hizo Canadá el año pasado; o cortar nuestros gastos militares mucho más allá de lo permitido por nuestra seguridad (Citado por Block 1989; 368)

Dillon sabía que significaba ser banquero porque había sido director de Dillon, Read & Co., un banco de inversión de su familia. Paralelamente, US y Gran Bretaña mantenían negociaciones para el otorgamiento de un préstamo a esta última, destinado a acelerar la restauración de la convertibilidad de la libra esterlina.

El plan estadounidense de incluir a la libra, sostiene un historiador, como divisa clave era “muy favorable para los círculos bancarios de la City londinense, pues permitían que la libra volviese a jugar un activo papel en el sistema financiero mundial” (Van Der Wee, 1986;513)

En esa línea, John Williams, economista de Harvard y vicepresidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, sostuvo que el principal problema era el desequilibrio de Gran Bretaña y que se tenía que resolver en forma bilateral, con un préstamo de US, para que ese país pudiera volver a la convertibilidad de la libra. Con esa ayuda se restauraría el papel de la libra como moneda internacional y Londres como centro financiero, y se avanzaría hacia el multilateralismo.

El plan contemplaba remover los controles de capitales en US y otorgar un crédito a Gran Bretaña para que la libra pudiera volver a la convertibilidad y dejar que los demás países ajusten sus economías para obtener, por la vía comercial o las inversiones externas, esas monedas para ingresarlas a sus reservas.

El plan tenía criterios muy ortodoxos en materia de tipos de cambio y movilización de capitales, que lo asimilaban al rígido sistema de patrón oro que limitaba la disponibilidad de financiamiento a la capacidad de cada país para generar sus excedentes externos.

En el fondo, considera Block, el Plan de Williams era una exhortación al restablecimiento del patrón oro. Reflejaba los intereses de los banqueros internacionales norteamericanos que se oponían a la propuesta del Fondo Monetario Internacional (FMI), no porque fuese ineficaz, sino porque temían que fuese demasiado eficaz. Los banqueros internacionales se oponían a la insistencia keynesiana en la expansión económica porque consideraban que sería inflacionaria. Preferían la disciplina impuesta por el patrón oro y temían que el acceso a los recursos del fondo destruyera esa disciplina para siempre... Temía que la extensa intervención gubernamental, nacional o internacional, eliminara el papel que históricamente habían desempeñado los banqueros internacionales privados... El acceso fácil a los recursos del FMI proveía una fuente alternativa de fondos a corto plazo de modo que los gobiernos no se verían obligados a pedir prestado a los banqueros privados bajo las condiciones impuestas por estos (Block, 1989; 88 y 89)

Por otra parte, el Plan Williams implicaba un acuerdo bilateral entre las dos principales potencias, contrapuesto al programa de acuerdo multilateral del Acuerdo de BW, que incluía un sistema de financiamiento para los países que quisieran asociarse al FMI. De hecho, el peso de los intereses que se inclinaban por un esquema Williams (Departamento de Estado y banqueros) contribuyó a que el FMI tuviera una capacidad reducida de financiamiento:

La gran publicidad dada al Plan Williams, debido al apoyo que le prestaron los banqueros con actividad internacional, afirma el historiador van der Wee, es considerada frecuentemente como la causa principal de que se redujeran las posibilidades crediticias inicialmente otorgadas al FMI (van der Wee, 1986; 511)

En Alemania, el programa de BW cosechaba críticas porque subordinaba la moneda alemana a un acuerdo internacional. En una reunión de economistas alemanes realizada en Königsberg, al mismo tiempo de la Conferencia de BW, Walther Funk, Presidente del Reichbank y Ministro de Economía del Reich, sostuvo que

La moneda alemana es un capital nacional y no un medio para la negociación internacional. Por esta razón, Alemania jamás tolerará que el valor de su moneda sea fijado por gobiernos extranjeros o por los banqueros de Wall Street ni permitirá que los precios del trigo alemán sean fijados en el mercado de Chicago. Quien quiera que influya sobre el valor de la moneda, también determinará la vida social de una nación (ACE, 1947; 30).

La moneda, dijo, deriva su valor de la autoridad del Estado y de la labor de su pueblo. Una moneda “construida” jamás puede llegar a ser una moneda verdadera y, por consiguiente, una moneda “mundial” seguirá siendo una utopía.

Sin embargo, Alemania, derrotada en la Guerra y amenazada por un plan de desindustrialización que defendía una parte del gobierno estadounidense no tuvo otra alternativa que aceptar el Acuerdo. La reducida capacidad de financiamiento del FMI permitió que US mantuviera una influencia decisiva en los flujos y condiciones del financiamiento internacional, pero también demoró la recuperación de la economía europea (Block, 1989).

En este escenario, y ante el incremento de la confrontación estratégica con la Unión Soviética, en 1947 US decidió contribuir a esa recuperación con el Plan Marshall. Dos años más tarde dio un paso más en el campo financiero para promover la economía de sus aliados europeos con el proyecto para la creación de la Unión Europea de Pagos.

### **Cooperación monetaria europea.**

Las economías europeas tenían un importante volumen de comercio intra regional, pero, debido a las dificultades que tenían para mejorar su balance de divisas, mantenían un sistema de pagos bilateral que acotaba el nivel de financiamiento disponible.<sup>6</sup> En vista de esa limitación, en 1949, la Economic Cooperation Administration (ECA), organismo estadounidense encargado de ejecutar el Plan Marshall, encargó al experto belga Robert Triffin, la confección de un proyecto para ampliar los pagos multilaterales europeos y superar el bilateralismo predominante.

---

<sup>6</sup> En un sistema bilateral los países negocian su relación comercial y financiera vis a vis. En un sistema multilateral pueden admitir tener déficit comercial o endeudamiento con un país, si está compensando por el superávit o posición acreedora que mantienen con otro. El primer sistema, propio del mercantilismo, es más fértil para el surgimiento de restricciones al comercio o al financiamiento y, por lo tanto, para el crecimiento del comercio y las economías del grupo que participa del mismo.

US tenía, en rigor, una posición ambigua ante la perspectiva de un mecanismo de esa naturaleza porque, al mismo tiempo que podía contribuir a fortalecer la economía europea, la independizaba relativamente del financiamiento que provenía del FMI, dominado por ese país, o de los grandes bancos estadounidenses.

Triffin presentó un plan para la creación de un organismo de compensación de pagos intraeuropeos, tal cual lo había propuesto Keynes en los trabajos preparatorios de BW.

Tanto los norteamericanos como los europeos formularon objeciones al plan, tanto porque lo consideraban inflacionario (facilitaba el crédito en momentos de alta inflación en Europa) como por el temor estadounidense ante una unión monetaria capaz de reducir el imperio del dólar.

Pero la escalada de la Guerra Fría, con el estallido de la bomba atómica soviética y el triunfo de los comunistas en China ese mismo año, valorizó la necesidad de la recuperación europea, por lo cual US apoyó, finalmente, la unión.

En septiembre de 1950 los países de la Organización Europea para la Cooperación Económica (OECE) firmaron el Acuerdo Europeo de pagos, sobre el cual se constituyó la Unión Europea de Pagos (UEP),<sup>7</sup> el cual era un sistema de registro de activos y pasivos bilaterales de sus miembros, que se registraba en el BIS, en una unidad de cuenta que cotizaba a la par del dólar . Cada mes los saldos activos y pasivos se liquidaban en dólares o en oro.

---

<sup>7</sup> La OECE fue fundada en 1948 por Alemania, Francia, Reino Unido y otros once países europeos más Turquía, para administrar los fondos del Plan Marshall. Luego entró España y en 1961, con el ingreso de US y otros países, se convirtió en la OCDE.

La UEP funcionó hasta 1958 cuando, apoyadas en la acumulación de reservas en oro y dólares de los años precedentes, todas las monedas europeas ingresaron en la convertibilidad. La convertibilidad estaba expresada en dólares que eran, a su vez, convertibles a oro.

Unión Europea de Pagos contribuyó a transformar la estructura predominantemente bilateral de los pagos intraeuropeos en un sistema multilateral de compensación y crédito, contribuyendo tanto a facilitar la recuperación europea como a promover un sistema más multilateral de pagos internacionales, como lo pretendía US.

A lo largo de la década del cincuenta el déficit comercial de Europa con US dejó de aumentar y los países europeos consiguieron acumular las suficientes reservas como para garantizar la convertibilidad de sus monedas. Se disolvió la UEP y ocho países volvieron a la convertibilidad, Bélgica, Luxemburgo, Holanda, Gran Bretaña, Irlanda, Francia, Alemania y Dinamarca.

La UEP puede considerarse como uno de los antecedentes de la creación de la Comunidad Económica Europea (CEE), en 1958, la cual agregó un efecto paradójico para la hegemonía del dólar. El acuerdo para reducción de aranceles intrazonal y el establecimiento de un arancel externo de la CEE común estimuló a las empresas estadounidenses a invertir en la nueva zona para abastecer el mercado local, en lugar de exportar desde Estados Unidos. Esto aumentó la circulación de dólares en Europa y poco después los depósitos en el euromercado, debilitando la relación entre los dólares circulando en el mundo y las reservas de oro de US que los respaldaban.

### **El inicio de la crisis del dólar**

En los años sesenta y comienzos de los setenta, US mantuvo las tasas de interés bajas y una política fiscal expansiva con el propósito de promover el crecimiento, sostener el gasto militar y financiar el proyecto de la Gran Sociedad de Lyndon Johnson, lo que produjo una enorme liquidez internacional, primero a través de la reducción del superávit comercial y luego por los déficit sistemáticos a partir de fines de los años sesenta.

El superávit comercial de US implica que el país envía al exterior, por sus pagos de importaciones, menos dólares de los que retira por los cobros de sus exportaciones. Este desequilibrio sólo puede sostenerse en el tiempo si US, o cualquier país superavitario de relevancia en el mercado mundial, devuelve los dólares que acumula por su comercio mediante préstamos o inversiones de capital en el exterior. A esto se agregó el aporte de dólares realizado a través de los préstamos bancarios y las inversiones de las empresas estadounidenses en el exterior. Esa política pudo sostenerse porque la moneda emitida tenía aceptación internacional y porque los inversores compraban títulos de deuda porque consideraban solvente al Estado.

Se trató de, lo que Aglietta denomina, un “nacionalismo monetario”, consistente en la manipulación de la liquidez en función de objetivos nacionales por parte de un país emisor de una moneda utilizada en el intercambio internacional, sin tener en cuenta el efecto que pueda tener en el mercado internacional. Efectivamente, como consecuencia de esa estrategia, la relación entre dólares en circulación y las reservas de oro tendió a reducirse, deteriorando el valor de los dólares que circulaban en el resto del mundo y que constituían un activo para gobiernos y el sector privado. La caída de las reserva generó dudas sobre la posibilidad de mantener la convertibilidad del dólar en la cantidad



de oro establecida, es decir, se abrió la perspectiva de una devaluación del dólar frente al oro.

Un cambio de esa naturaleza equivalía a una de revaluación de las monedas europeas más importantes, con la consiguiente pérdida de competitividad, y también a la posibilidad de turbulencias cambiarias que podían afectar a una comunidad de países con un alto nivel de comercio intraeuropeo. Para hacer frente a ese escenario, el gobierno británico presentó un proyecto de reforma del sistema monetario internacional basado tipos de cambio fijos pero con la instauración de un fondo de reservas en Derechos Espaciales de Giro (DEGs.) una unidad de cuenta destinada a suplantar al dólar en las reservas oficiales y a crear liquidez sin necesidad de recurrir a la divisa estadounidense, administrada por el FMI.

El programa era apoyado por Gran Bretaña porque se enfrentaba a una nueva situación de escasez de dólares y fue resistido por US porque, desde el punto de vista de la ortodoxia monetaria implicaba desvincular la emisión de moneda del respaldo oro y, más importante para el país del norte, crear una fuente de creación de divisas sujeta a acuerdos dentro del FMI. La aceptación de una creación de liquidez a partir de los Derechos hubiera implicado el reconocimiento explícito del retroceso del dólar como divisa clave y, por lo tanto, de la capacidad de la economía estadounidense de sostener la convertibilidad de su moneda.

No obstante, en 1969 el FMI creó los DEGs debido a que la inconvertibilidad del dólar era evidente e irreversible y era imprescindible crear un nuevo medio de financiamiento internacional.

Pero en 1961 cuando la situación no era todavía tan grave, US negoció con Alemania, Francia y Gran Bretaña la formación del Pool del Oro, por el cual se comprometían a vender oro de sus reservas en el mercado para enfrentar la desconfianza en el dólar que se manifestaba en una creciente demanda de oro en el mercado. En 1962 se creó el Grupo de los Diez (G10), formado por US, Reino Unido, Canadá, Francia, Italia, Japón, Bélgica, Holanda, Alemania y Suecia. Los países participaron en el Acuerdo General de Préstamos (GAB) para aumentar la capacidad prestable del FMI. En 1964 se incorporó Suiza, que no era miembro del FMI.

La medida no revirtió el deterioro del sistema porque US seguía perdiendo competitividad y sufriendo una caída de su superávit comercial y de sus reservas: Sus reservas de oro de cayeron de 22.900 millones de dólares (mdd) en 1951 a 10.900 mdd en 1968. En el mismo lapso las reservas del resto del mundo aumentaron de 8.950 a 38.500 mdd. En otros términos, en 1951, US tenía el 72% de las reservas computadas del mundo y en 1968, el 22%. (Helleiner, 1996).

En ese escenario, el economista belga Robert Triffin planteó lo que pasó a ser conocido como el Dilema de Triffin: tener una moneda nacional que sea al mismo tiempo moneda internacional de reserva tiene la semilla de su autodestrucción. En situaciones de superávit de cuenta corriente, el emisor envía al exterior más moneda de la que absorbe y la relación emisión-reservas se mantiene, pero a medida que los demás países demandan la moneda, el flujo se revierte y se produce una sobreabundancia de moneda en circulación en relación a las reservas.

El debilitamiento del dólar contribuyó también a debilitar la alianza atlántica. Francia, que siempre había resistido la hegemonía del dólar y tenía una corriente de opinión favorable al

patrón oro, fue la primera en reaccionar. En ese momento, Valery Giscard D'Estaing, ministro de Finanzas de Charles de Gaulle, denominó al imperio del dólar un “exorbitante privilegio” de US, y el Gobierno francés comenzó a exigir a la Fed la conversión en oro de sus reservas en dólares (Gilpin, 2000). Francia se negó, también, a ayudar financieramente a Gran Bretaña, que estaba sufriendo una pérdida de capitales, lo cual, según Charles Kindleberger, constituyó un “asombroso repudio de la libre masonería de la banca central”. Para Susan Strange, esta actitud francesa expuso un cambio del uso del poder en la mesa de negociaciones, como sucedía en el sistema de BW, hacia una forma de “poder estructural” (Strange, 2004). En 1967, Francia abandonó el Pool del Oro, lo cual redujo el apoyo al sostén del dólar. En 1968 se disolvió el Pool y los bancos centrales harían transacciones de oro entre si, dejando libre el mercado de oro privado. El precio bajo por la mejora en la balanza de pagos de US.

En noviembre de ese año, en una reunión del G10 en Bonn, en la cual US pidió a Alemania una revaluación de su moneda (la misma demanda que comenzó a formularle a China en el contexto de la Gran Crisis) para compensar el debilitamiento de la balanza comercial estadounidense y la pérdida de confianza en el dólar. En un primer momento Alemania se negó, pero lo hizo (un 9%) en 1969.

US comenzó a estudiar alternativas para un futuro sistema con tipos de cambio flexible en reemplazo del de BW. Europa no estaba de acuerdo con esa visión porque esperaba que US hiciera el ajuste de su sector externo reduciendo su gasto y no mediante una devaluación que reduciría la competitividad cambiaria europea. En 1969, con el propósito de ampliar la liquidez

internacional, el FMI emitió Derechos Especiales de Giro (DEGs) pero en una cantidad muy limitada. Casi treinta años después de la primera emisión, en 2007, los DEGs eran el 0,4% de las reservas totales declaradas en el FMI.

En 1970 US negoció con Alemania una revaluación del marco para mejorar su competitividad cambiaria, pero en un nuevo signo de resquebrajamiento de la alianza atlántica y de la creciente independencia de Alemania se negó a revaluar su moneda.

La Comunidad Económica Europea (CEU) comenzó a estudiar, por su parte, la posibilidad de formar un sistema monetario propio para sostener las paridades entre las monedas del bloque, lo cual era ya muy importante debido al nivel que había alcanzado el comercio intrarregional. (Van Der Wee, 1986). En mayo de 1971 Alemania dejó de comprar dólares y poco después otros países europeos se sumaron a la decisión. Siguiendo a Alemania, Francia también se negó a revaluar su moneda frente al dólar. Alemania y Holanda declararon la flotación de sus monedas y Bélgica la de las transacciones financieras.

En agosto de ese año, ante las noticias sobre un nuevo deterioro de la balanza de pagos de US se produjo una especulación contra el dólar y el precio del oro en el mercado privado aumentó a 44 dólares la onza.

### **El juego del poder en la convertibilidad de la libra**

El entrecruzamiento de un pedido de ayuda financiera y el conflicto del Canal de Suez en 1956 son un ejemplo de cómo los intereses estratégicos influyen en las relaciones financieras.

Luego de la Guerra, Gran Bretaña comenzó a negociar con el FMI, la concesión de un préstamo para poder volver a la convertibilidad de la libra esterlina en 1958. El préstamo dependía de la aprobación de Estados

Unidos, quien exigía que Gran Bretaña avanzara en la reducción del proteccionismo, pero ésta se resistía por temor a debilitar su comercio exterior, perder reservas y, finalmente afectar su capacidad de sostener la convertibilidad.

En este contexto se agregó el episodio del Canal de Suez.

En 1956 el gobierno egipcio encabezado por Gamal Abdel Nasser, reconoció a la República Popular China, en un momento en que Estados Unidos sostenía a Taiwán (así como a Japón y Corea del Sur) como frontera contra la expansión chino soviética en la zona.

Como respuesta, Estados Unidos retiró el financiamiento a la represa de Assuan, el cual fue pronto asumido por la Unión Soviética, que estaba ganando posiciones estratégicas en el continente africano en plena época de descolonización y emergencia de líderes nacionalistas.

En 1956, Egipto profundizó su ruptura con las potencias occidentales ocupando y nacionalizando el Canal de Suez, que estaba concedido a Gran Bretaña y Francia.

Inmediatamente, Gran Bretaña atacó Egipto descontando un apoyo estadounidense. Pero Estados Unidos no apoyó la invasión a Egipto porque el presidente Dwight Eisenhower hacía campaña por su reelección en las elecciones de noviembre de 1956, presentándose como un partidario de la paz y no quería aparecer en la misma línea de la Unión Soviética, que acababa de invadir Hungría para aplastar un movimiento democrático.

Por ese motivo, Estados Unidos exigió a Gran Bretaña cesar la intervención militar y el 2 de noviembre presentó en las Naciones Unidas una resolución de cese del fuego, que puso en estado público la oposición del país a la intervención británica en Egipto.

Esto precipitó una caída de la libra esterlina, lo cual aumentó la necesidad de un préstamo estadounidense.

El canciller británico Anthony Eden comunicó a Estados Unidos que “hemos decidido una retirada sin demoras y pretendemos retirarnos sin

demora”, pero el gobierno estadounidense no reaccionó.

El 2 de diciembre el gobierno británico fue más preciso y anunció que el 22 de ese mes retiraría las tropas de Egipto. Al día siguiente el secretario del Tesoro de Estados Unidos, George Humphrey aceptó apoyar el préstamo. El 4 de diciembre, el Chancellor of the Exchequer (ministro de Hacienda), Harold Macmillan, informó que las reservas del Banco de Inglaterra habían caído por debajo de los 2.000 millones de dólares, el nivel considerado como el mínimo para garantizar la estabilidad de la moneda, pero pudo anunciar que contaba con un crédito del FMI por 1,300 millones.

El 10 de diciembre, el préstamo fue aprobado por el FMI, con la abstención del delegado egipcio. Esa acción marcó el fin de la crisis financiera, pero también el hecho de que ya Gran Bretaña no podía llevar adelante una política exterior independiente de Estados Unidos (Eichengreen, 2011).

### **La crisis de la moneda hegemónica**

Ante la imposibilidad de mantener una convertibilidad que ya era ficticia, el 15 de agosto de 1971, el presidente Richard Nixon anunció la salida de la convertibilidad del dólar y un impuesto extraordinario del 10% a las importaciones.

El 18 de diciembre de 1971 el Grupo de los Diez firmó el Acuerdo Monetario de Washington (Smithsonian Agreement), por el cual US eliminó el impuesto especial del 10% sobre las importaciones y las monedas de los países más importantes se revaluaron frente al dólar. Paralelamente se permitían oscilaciones de hasta el 2.25% por arriba y debajo de los tipos establecidos.

Pero US consideró que las revaluaciones no eran suficientes y el balance comercial tuvo una reacción negativa.

Van der Wee explica que

La adopción de una resolución de tanta trascendencia como la supresión del patrón oro-dólar a partir de una iniciativa unilateral de Estados Unidos, sin que hubiese mediado consulta alguna con el resto del mundo, fue interpretada como un abuso arrogante del predominio norteamericano (Van der Wee, 1986;581)

La crisis del dólar modificó los canales de negociación monetaria desplazando parcialmente a la “comunidad epistémica” de banqueros y reguladores que se había formado durante el período de estabilidad cambiaria, a manos de los funcionarios de los gobiernos, interesados en influir sobre los acuerdos monetarios y cambiarios. El valor del oro fue modificado nuevamente a 42 dólares al tiempo que las monedas europeas se devaluaban frente al dólar. Los movimientos de paridades no fueron suficientes en relación a las expectativas que tenían los bancos centrales y los operadores del mercado de divisas en relación a la fortaleza del dólar, por lo cual los países no pudieron mantener el sistema de paridades fijas.

En la Asamblea habitual del FMI en septiembre de 1971, Gran Bretaña presentó un plan (El plan Barber) para convertir al FMI en una organización más importante, independiente y supranacional, el cual tenía ecos del programa que Keynes había llevado a Bretton Woods. El plan británico fue, como lo había sido antes el de Keynes, rechazado por el gobierno de US.

Por su parte, los denominados países del Tercer Mundo elaboraron una propuesta propia que presentaron en III Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD) en mayo de 1972 y incluía: un sistema de votación más democrático, aumentando la participación de los países chicos, la formación de reservas mediante DEGs lo cual suponía quitar al dólar su papel de moneda clave y por lo tanto, la posibilidad de US de financiar sus desequilibrios; un cambio en el sistema de otorgamiento de los

DEGs basado en las cuotas, dado que éste favorecía a los países ricos, con cuotas mayores en el FMI; mayores facilidades crediticias del FMI y mayor acceso a los mercados de capitales.

### **¿Moneda internacional?**

La crisis del dólar y la incertidumbre creada por las variaciones de los tipos de cambio planteó la necesidad de una moneda internacional. Una moneda internacional se sostiene por un compromiso que incluye factores económicos y políticos entre naciones, para las cuales mantener el acuerdo de la moneda es más ventajoso que las presiones que ese acuerdo implica. (Por ejemplo, sostener un tope de déficit fiscal o endeudamiento para mantener la integración monetaria). Pero, señala Aglietta, el interés común en instalar reglas coherentes para reducir la incertidumbre es contrarrestado por “la rivalidad de las naciones para afirmar su poder monetario frente a las reglas comunes” y por las presiones que los países hacen para que “las reglas se transformen en un sentido en que puedan ser incompatibles con las metas de los asociados” (Aglietta, 1987; 56), por lo que la rivalidad sigue operando en la cooperación. Más aún, en momentos de crisis, tanto en los aspectos monetarios como comerciales, la rivalidad (decisiones unilaterales como instrumentos de defensa de corto plazo) suele imponerse sobre la cooperación.

Para sostener el sistema de tipo de cambio fijo y convertible de BW, US debería haber realizado alguna versión del ajuste externo para reducir su déficit en cuenta corriente: un ajuste negativo, reduciendo su gasto de importaciones y/o uno positivo, aumentando su productividad para aumentar sus exportaciones. La primera opción no sólo era políticamente difícil en el interior del país sino que se contradecía con la política externa basada en la expansión



bélica (en Vietnam y en la frontera europea de la Guerra Fría); la segunda opción era difícil considerando el aumento de la productividad de los competidores, especialmente de Alemania y Japón, y cualquier presión sobre esos países hubiera sido, además de difícil de aplicar, contradictoria con el interés estratégico de fortalecer dos bastiones de contención a la Unión Soviética, en Europa y Asia.

Pero, como señala el especialista en economía internacional Peter H. Lindert, “frente a estas opciones dentro de las reglas internacionales existentes, US optó por cambiar las reglas” (Lindert, 1994; 410): el 17 de marzo de 1968 convocó a una reunión de los siete socios estratégicos y anunció que a partir de ese momento el precio del oro podía fluctuar libremente en el mercado privado, pero se mantendría en la paridad de 35 dólares para las transacciones entre bancos centrales. Esto significaba que, aunque el precio del oro aumentara en el mercado, la Fed seguiría pagando el precio –menor- BW, en perjuicio de los bancos que quisieran cambiar sus dólares por metal en la ventanilla oficial.

En esta ocasión, sostiene, van der Wee,

Fue evidente que el gobierno norteamericano había ensanchado considerablemente su margen de maniobra. Apoyándose en el consenso general acerca de la abolición de la convertibilidad del dólar en oro y contando con el derecho de veto sobre la creación de nuevos derechos especiales de giro, el gobierno norteamericano podía permitirse practicar ahora una política monetaria muy laxa. Sólo el exceso de dólares existente en el mundo bastaba, a la larga, para promover un ajuste automático en beneficio de Estados Unidos (van der Wee, 1986; 582)

La ruptura del sistema monetario acordado en BW apartó al FMI de la determinación de las paridades cambiarias y dio lugar al

inicio de una diplomacia monetaria de cumbres, es decir la creación de organismos para la discusión de temas específicos. En este caso se trata de los encuentros de las potencias para tratar temas monetarios y cambiarios que influyen también en los países menores que no tienen acceso a esas reuniones ni la posibilidad de influir en las decisiones que se toman.

La primera instancia de esta nueva etapa tuvo lugar en 1973 en la Casa Blanca, con la reunión de los representantes de US, Japón, Alemania Occidental, Francia y el Reino Unido. En 1975 en la cumbre de Rambouillet se incorporó Italia y en 1976 en la cumbre de Puerto Rico, Canadá, formándose el Grupo de los Siete (G-7). En la Conferencia cumbre de Rambouillet se acordaron intervenciones para controlar las flotaciones, pero US no hizo nada porque le convenía la devaluación del dólar por su déficit comercial.

Recién en noviembre de 1978, bajo el gobierno de Jimmy Carter, y en el contexto de una creciente inflación, US adoptó la posición de que los tipos de cambio fluctuantes eran inflacionarios y comenzó una política de cooperación con Alemania y Suiza para realizar intervenciones de estabilización.

Como explica Eichengreen (2011), desde la Segunda Posguerra Alemania fue el “aliado obediente” de US porque las tropas rusas acechaban en los bosques de Berlín y dependía del paraguas de defensa de la Primera Potencia. En el inicio de la crisis, cuando US le pidió que apoyara el dólar lo hizo y cuando Francia propuso proyectar una moneda alternativa al dólar hesitó.

Pero a fines de los setenta, Alemania rechazó las pretensiones del presidente Carter de estimular su economía para reforzar su papel de “locomotora” de la economía europea e internacional porque

esta perspectiva chocaba con su cultura de evitar presiones inflacionarias.

En 1979 la Fed promovió un fuerte aumento de las tasas de interés con el propósito de combatir la inflación. Esa política provocó una caída de la actividad económica en US y el mundo, una baja de la inflación, un aumento del costo de las deudas flotantes que condujo a la crisis de la deuda externa en numerosos países en el mundo y una atracción de capitales hacia US. El ingreso de capitales al país del norte (demanda de dólares del resto del mundo) provocó la revalorización del dólar, afectando la ya deficitaria balanza comercial estadounidense. Para contrarrestar la revaluación del dólar, US presionó a sus socios-competidores, especialmente a Japón, a admitir una revaluación de sus propias monedas, y logró su objetivo en el Acuerdo Plaza de 1985.

Como resultado del Acuerdo, Japón aumentó sus tasas de interés, lo cual promovió el ingreso de capitales del exterior y comenzó una tendencia a la revalorización del yen. El ingreso de capitales financió una burbuja especulativa bursátil y en la construcción que estalló en 1989 y fue seguida de una depresión de la economía japonesa que se prolongó por una década.

### **La estrategia monetaria europea**

Como respuesta a la inestabilidad cambiaria desatada por la crisis del dólar la Comunidad Económica Europea (CEE) creó el Sistema Monetario Europeo (SME). La estabilidad cambiaria era - y sigue siendo- de enorme importancia para la CEE por la elevada proporción del comercio intrarregional en el conjunto del comercio exterior europeo. Pero también fue un paso adelante en

un proceso de integración monetaria que estuvo previsto desde los inicios de la integración europea.

El Tratado de Roma de 1957 contenía pocas previsiones en materia monetaria, pero en diciembre de 1969 en una conferencia cumbre de La Haya la CEE decidió la creación de la Unión Económica y Monetaria Europea. Un grupo de trabajo elaboró el Informe Wiener, que fijaba un plan en tres etapas para la implantación de un sistema de flotación acotada y establecía la creación de un Fondo Europeo para la Cooperación Monetaria en 1972.

La CEE prefería las paridades fijas porque contribuían a fomentar el comercio intrazonal y, por lo tanto, a fortalecer su posición económica y estratégica ante US, proyecto frustrado por la crisis del dólar. En marzo de 1972 la CEE decidió reducir, para las monedas europeas la banda de flotación establecida en el Acuerdo Smithsoniano del 2.25% al 1.125%, sistema que se denominó “serpiente” que se movía dentro del “túnel” de paridades creado por el Smithsoniano. Los bancos centrales europeos acordaron intervenir para mantener las paridades acordadas pero la especulación con divisas dificultó la tarea. En 1974 Gran Bretaña, Francia, Irlanda y Dinamarca habían abandonado la serpiente. La salida de Gran Bretaña del acuerdo monetario europeo aceleró la pérdida de confianza en la libra y la caída de su participación en las reservas de los bancos centrales del mundo.

Todavía en la Segunda Posguerra, unos 65 países que tenían una intensa relación económica con Gran Bretaña, ajustaban sus monedas en relación a la libra esterlina. A comienzos de los setenta se habían reducido a una docena y, en 1977 el Banco de Inglaterra y el Banco de Pagos Internacionales hicieron un acuerdo para la liquidación ordenada de las libras esterlinas que todavía

mantenía un grupo de países que querían integrarse plenamente a la ya claramente dominante zona del dólar.

La consecuencia del acuerdo monetario iniciado en los años setenta fue la creación de la moneda común por el Tratado de Maastricht de 1992. El euro fue parte del proyecto de integración comunitaria y parte de un proceso de creciente autonomía estratégica de los países europeos continentales en relación a US.

Según Eichengreen, desde la Segunda Posguerra, Alemania fue el “aliado obediente” de US por las tropas rusas estacionadas en Berlín, pero todo cambió con la caída del Muro y el colapso de la URSS. Las nuevas relaciones de fuerza crearon condiciones para el avance del proyecto monetario europeo, desafiando el “exorbitante privilegio” del dólar como moneda mundial. (Eichengreen, 2011).

### **La crisis y la guerra de divisas**

La crisis iniciada en 2007 replantea el escenario de las relaciones hegemónicas en varios frentes. Por una parte la profunda crisis de US y su alto nivel de endeudamiento ha creado dudas sobre la fortaleza futura del dólar y, más aún, el propio Gobierno estadounidense hace esfuerzos para que se devalúe frente a otras monedas. Pero la moneda competidora por antonomasia, el euro, está en condiciones aún más precarias que el dólar e, incluso, con peligro de desintegración. Mientras que en Asia se ha dibujado un escenario con perspectivas novedosas que se apoya en varios datos clave.

En primer termino, en décadas previas a la crisis, China acumuló un enorme monto de reservas externas así como títulos de deuda

de US, convirtiéndose en el primer acreedor de ese país. En segundo lugar, los demás países de la región, con excepción de Japón, fueron menos afectados que los países centrales por la crisis, en parte porque sus economías están muy vinculadas al mercado chino. Tercero, los países del Este Asiático configuraron, especialmente a partir de la revaluación del yen, a partir de mediados de los ochenta, una sólida red de comercio intraindustrial y de inversiones productivas y financieras.

Por lo tanto la región no depende como en décadas anteriores en forma exclusiva del mercado estadounidense ni del ciclo económico de los países centrales, lo cual fortalece los intereses de sostener los lazos de la economía regional en relación a los que los vinculan con la economía occidental, es decir, las fuerzas centrípetas que favorecen la integración son mayores que las centrífugas que orientan el interés de las economías y de la política internacional hacia otros mercados.

### **La alternativa asiática**

La crisis asiática de 1997 se convirtió en la plataforma de lanzamiento para un nuevo frente de la competencia monetaria y financiera, cuando Japón propuso la creación de un fondo monetario asiático destinado a proporcionar financiamiento a los países de la región y a respaldar sus monedas con independencia del FMI. La iniciativa fue rechazada inmediatamente por US, pero quedó en estado de latencia y los principales actores asiáticos aceleraron el aspecto monetario financiero de su proceso de integración económica. Los países del este asiático tienen un gran interés en mantener la estabilidad cambiaria intrarregional por su elevado nivel de comercio e inversión externa intrarregional y

pueden hacerlo por el alto volumen de reservas que acumularon, en primer lugar China.

Como reacción ante la crisis asiática en la reunión de Hong Kong del FMI y el G-7, Japón propuso la constitución de un Fondo Monetario Asiático para proveer liquidez a los países de la región, en lo que se denominó la Iniciativa Miyazawa. Esta iniciativa fue considerada como una amenaza a la hegemonía de los organismos de crédito multilaterales controlados por US, Europa y, por supuesto, también por Japón, y tanto el FMI como US se opusieron abiertamente. Por su parte, los países de la región no apoyaron la iniciativa porque en ese momento varios estaban negociando asistencia del FMI como consecuencia de la crisis.

Un año después, Japón lanzó la Nueva Iniciativa Miyazawa, en la que proponía la formación de un fondo de 30.000 millones de dólares, la mitad para ser utilizada en el corto plazo y la otra en mediano y largo plazo, por países de la región. En ese contexto se hicieron acuerdos con Corea del Sur y con Malasia. En 1999, en la reunión de los Ejecutivos de los Bancos Centrales del Sudeste Asiático y del Pacífico, se discutió la necesidad de alcanzar un acuerdo de cooperación e integración financiera para afrontar los choques financieros externos y se produjo la Declaración Conjunta sobre la Cooperación de Asia del Este

En 2000, los países del ASEAN+3 lanzaron la Iniciativa Chiang Mai (ICM), consistente en un acuerdo de pases de reservas de los países miembros, para hacer frente a las necesidades de liquidez de corto plazo de los países de ese agrupamiento. Inicialmente se dispuso de 80.000 mdd, y aumentó a 120.000 en 2009. Se trató del mayor acuerdo bilateral de swaps entre países.

En la actualidad, explica un informe de la UNCTAD, la ICM está evolucionando hacia un acuerdo multilateral en el cual serían reunidas

(pooling) parte de las reservas de los participantes. En su Reunión de Kyoto de mayo 2007, los ministros de finanzas de los 13 países acordaron avanzar progresivamente hacia un acuerdo de reunión de reservas auto administrado por un solo acuerdo contractual, para proveer ayuda de liquidez (UNCTAD, 2007; 124)

Según la UNCTAD, la coordinación para hacer frente a los movimientos de capital internacional, es una opción para las pequeñas economías:

Si los lazos comerciales son fuertes y la movilidad de capital y trabajo es más o menos alta, la cooperación y la integración monetaria y financiera es una vía para protegerse contra los giros del mercado internacional de capitales y para profundizar y ampliar la división del trabajo a nivel regional. El renovado interés por la cooperación monetaria y financiera está también relacionado con las dificultades que la mayoría de los países subdesarrollados encuentran para acceder al financiamiento externo bajo condiciones desfavorables en términos de maduración, tasas de interés y tipo de divisa (UNCTAD, 2007; 120).

En la reunión de Chiang Mai, en 2000, el ASEAN+3 lanzó también un proyecto para la formación de una Unidad Monetaria Asiática (AMU), con una canasta de monedas que permita calcular la variación de cada moneda en relación a la canasta común o AMU. A partir de 2005 se iniciaron los cálculos sobre la canasta y la misma resultó ser más estable que el dólar.(Hafiantgi y Brugger, 2010).

En 2002 se institucionalizó el Economic Review and Policy Dialogue encargado de la evaluación de las condiciones económicas regionales y globales, la supervisión de los flujos de capital y el fortalecimiento de los sistemas financieros. Hasta 2006, la ICM establecía una suerte de “tramo oro” por el cual los miembros podían retirar un 10% de los fondos depositados libremente, a partir de lo cual se establecían condicionalidades similares a las



del FMI. Además, un pedido de fondos de la ICM era sometido a consulta con cada miembro del acuerdo, lo que daba lugar a demoras.

El mismo año, en la novena reunión de los ministros de finanzas del ASEAN+3, se inició una segunda fase de revisión de la ICM, se decidió ampliar el retiro sin condiciones al 20% y establecer un plazo de acuerdo de dos semanas. La ICM, se convirtió en la ICM Multilateralizado (ICMM); la cual consiste en el ASEAN Swap Arrangement (ASA) de 2000 mdd y una red de 16 acuerdos de pases entre 8 miembros del ASEAN+3, con 84 000 mdd en enero de 2008.

Desde la crisis asiática los países de la región visualizaron también la importancia de tener un mercado de bonos en moneda doméstica. En junio de 2003, el EMEAP (Executive's Meetings of East Asia Pacific Central Banks) promovió la creación del Asian Bond Fund (ABF) para que los bancos centrales compraran bonos soberanos o casi soberanos emitidos por 8 países emergentes de la región, incluyendo a China, Hong Kong y Corea del Sur.

En 2004 la ASEAN+3 realizó también un acuerdo para el sostén de la balanza de pagos de los países miembros y en 2008 se concretó la formación de un fondo de 80 000 mdd que funcionará como estabilizador monetario. En 2008, en la reunión de Madrid del ASEAN+3 acordó aumentar la ICMM a 120 000 mdd, el 80% de los cuales sería aportado por los 3 países mencionados. Además se decidió la creación de una Independent Surveillance Unit (ISU), con sede en Singapur, para supervisar y coordinar la actividad de la ICM. El último acuerdo de pase de la ICMM fue de 90 000 mdd.

Si bien la cifra es importante, un análisis publicado por el Asian Development Bank, la considera reducida en relación a las eventuales necesidades de financiamiento. Es así que, si la ICMM hubiera funcionado en el momento de la crisis asiática, Tailandia habría podido obtener 2 000 mdd del fondo, mientras obtuvo 17 200 mdd del FMI (Sussangkarn, 2010).

De todos modos, el instrumento no ha sido muy utilizado porque en los últimos años los países de la región redujeron sus necesidades de financiamiento debido a que acumularon superávits en cuenta corriente y reservas. Durante la crisis *subprime* los países sufrieron salidas de capital pero las manejaron ordenadamente mediante devaluaciones y utilización de reservas.

En su carácter de gran acreedor de US, China tiene la capacidad de presionar a ese país en las negociaciones monetarias. Según el cálculo de Eichengreen (2011) en 1956, los títulos de deuda británicos que tenía US equivalían a un dólar por habitante de este país. En 2010, los títulos de deuda estadounidenses en poder de China equivalen a 1.000 dólares por residente chino. Pero el poder de presión es limitado porque una medida en perjuicio de su deudor, puede reducir el valor de sus activos y perjudicar también a socios comerciales o aliados políticos que guardan dólares de reserva.

Las exportaciones son el 40% del PIB chino y la cuarta parte de las mismas van hacia US, es decir que el 10% del PIB chino depende del mercado estadounidense. En otros términos, una reducción del 10% en las exportaciones hacia US equivale a una pérdida de un punto de PIB chino. Debido a la recesión mundial de 2009, las exportaciones chinas cayeron un 17% lo que fue compensado por un aumento del gasto público, en la proporción más alta del mundo.

Según el especialista Benjamin Cohen,

esta relación de interdependencia ilustra la dimensión política de la selección de una moneda de reserva. Los grandes tenedores de dólares como China y Rusia están naturalmente frustrados por la falta de alternativas y temerosos de lo que podría suceder con sus reservas si el dólar se viniera abajo. Pero lo más relevante es que ambos aspiran a ser superpotencias y resienten abiertamente lo que denominan la “hegemonía” mundial de Washington. Ambos son conscientes del papel que desempeña el dólar como puntal de los privilegios geopolíticos de Estados Unidos. Por eso, en sus llamados a encontrar un reemplazante del dólar no es difícil ver una campaña implícita para recortar las alas del águila del norte. La idea tiene un valor simbólico. Su viabilidad es claramente de importancia secundaria. (Cohen, 2009; 28).

En el curso de la crisis global, reverdecieron las propuestas de crear una moneda de alternativa al dólar. Una Comisión de Naciones Unidas, presidida por Joseph Stiglitz, abogó por una expansión de DEGs pero emitidos por un banco central global. (Citado por Eichengreen, 2011). En el mismo sentido, en marzo de 2009 el presidente del Banco Central de China, Zhou Xiaochuan, sostuvo que los DEGs deberían reemplazar al dólar. En abril de 2009, el FMI amplió la presencia de los DEGs emitiendo 250 000 mdd de esos instrumentos para aumentar la liquidez en el momento de la crisis; aún así el monto de reservas en DEGs sigue siendo muy reducido, sólo 4% del total de las reservas globales. Además, ese instrumento es utilizado sólo por los bancos centrales porque no hay mercados internacionales que coticen en DEGs ni transacciones de comercio exterior dominadas en ese instrumento. La clave siguen siendo las divisas emitidas por las naciones.

## **El futuro del dólar**

Las incertidumbre sobre el futuro del euro, las limitaciones del yuan para convertirse en moneda internacional y la interdependencia económica entre los emisores de las principales monedas, restringen las perspectivas de un retroceso del dólar como moneda internacional a pesar del debilitamiento económico y estratégico de US. Como explica Eichengreen,

Los especialistas en seguridad advierten que un dólar más débil hará más difícil para los Estados Unidos proyectar su influencia estratégica y alcanzar sus objetivos de política exterior. Mantener la presencia militar en el exterior será más costoso. Tendremos menos dinero para ganar amigos e influenciar sobre las personas mediante la ayuda externa. Las compañías americanas tendrán menos posibilidades para hacer inversiones estratégicas en, entre otras, las refinerías de Africa Occidental, que hacen que los países ansiosos de nuestro capital tomen nota de nuestras preferencias. Los dólares devaluados serán menos capaces de comprar la cooperación de los gobiernos extranjeros (Eichengreen, 2011; 175)

Pero aún así se está produciendo un significativo abandono del dólar como moneda de reserva y transacciones: la participación del dólar en las reservas de los bancos centrales bajó del 66% en 2002-2003 al 61% en 2010, la utilización del dólar en las transacciones internacionales bajó del 88% en 2004 al 85% en 2009, el 75% de las importaciones mundiales, sin contar US, están denominadas en dólares; el 45% de los títulos de deuda del mercado mundial está también escriturada en dólares y la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) continúa denominando el petróleo en dólares, a pesar de reiteradas propuestas –como las realizadas por Venezuela e Irán- en cambiar la cotización a otra moneda.

Esto se explica, sostiene dicho autor, porque, a pesar de todas la lamentaciones, la economía de US sigue siendo la mayor del planeta y sus mercados financieros son los más grandes, aunque

esto no seguirá siendo así para siempre. El hecho de que bienes como las *commodities* se coticen en dólares explica la extensión de su uso en los mercados de cambio y el hecho de que una parte importante del comercio externo y de las reservas de los países sean en dólares o en títulos denominados en esa moneda, explica el interés de los bancos por mantener la estabilidad de sus monedas en relación al dólar y, en última instancia, el valor del dólar: a mediados de 2009, 44 países tenían sus monedas sujetas al dólar, contra 27 miembros de la Unión Europea (UE) atados al euro, de los cuales 17 tienen el euro como moneda.

El otro aspecto de la cuestión es que los candidatos a reemplazar el dólar son de mercados financieros pequeños que el de US y Gran Bretaña; y tienen sus propios problemas (las tensiones en la zona euro) o no son convertibles (yuan). El yen por su parte está limitado tanto por los problemas de la economía japonesa como porque el gobierno de Japón restringe la utilización del yen en transacciones internacionales para evitar que se aprecie, reduciendo la competitividad exportadora.

### **El programa financiero de la potencia emergente**

En 1995 China lanzó una reforma de su sistema financiero y de su mercado de capitales que incluye el proyecto de introducir el yuan como moneda internacional. En los años posteriores al inicio de la crisis global promovió la utilización de esa moneda en su comercio con socios asiáticos, lo cual coloca al yuan como moneda de transacción y parcialmente de reserva.<sup>8</sup> Sin embargo,

---

<sup>8</sup> Sobre este tema, Julio Sevares, “El sistema bancario chino como instrumento de política económica: crecimiento interno y expansión internacional” Ponencia a las 3as. Jornadas de Relaciones Internacionales. FLACSO. Buenos Aires, 2012

las perspectivas del yuan como moneda internacional son limitadas porque no es libremente convertible en China y no hay un mercado importante de yuanes ni de títulos emitidos en yuanes en el mercado internacional. Por ese motivo el yuan no puede instituirse como una divisa internacional porque los tenedores de esa moneda la pueden utilizar casi exclusivamente en sus intercambios con China.

Por estas condiciones, Benjamín Cohen se pregunta, ¿Qué moneda reemplazará al dólar? Y contesta,

Según algunos, el euro; según otros, el yen japonés o el renminbi chino. Otros propugnan una nueva moneda mundial de reserva, quizá basada en DEGs del FMI. Pero ninguno de estos candidatos es perfecto. Lo más probable es un desenlace más ambiguo, como el ocaso de la libra esterlina y la ascendencia del dólar entre las dos guerras mundiales sin que ninguna de las dos monedas predominara. Creo que en los años venideros varias monedas entrarán en puja, pero ninguna sacará claramente la cabecera... No hay ninguna alternativa obvia lista para ocupar el lugar del dólar. Y, para parafrasear el famoso comentario de Winston Churchill sobre la democracia, el dólar quizá sea la peor alternativa, a excepción de todas las demás. (Cohen, 2009;26).

Finalmente, la persistencia del dólar como moneda internacional implica, también la persistencia del poder de los agentes financieros que operan con dólares en el mercado financiero global y que están inscritos, principalmente, en las jurisdicciones de US y Gran Bretaña, incluidos los paraísos fiscales.

## **Bibliografía**

- Academia de Ciencias Económicas (ACE). Ediciones Especiales N° 7. Fondo Monetario Internacional y Banco Internacional de

- Reconstrucción y Fomento (Acuerdos de Bretton Woods). Editorial Losada. Buenos Aires, 1945
- Aglietta, Michel El fin de las divisas clave. Siglo veintiuno editores. México, 1987
  - Block, Fred. Los orígenes del desorden económico internacional, Fondo de Cultura Económica, México. 1989.
  - Boyer, Robert. La teoría de la regulación: un análisis crítico. Editorial Hvmánitas. Buenos Aires, 1989.
  - Cohen, Benjamin, The future of reserve currencies. IMF. Finance & Development. September 2009
  - Eichengreen, Barry. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton University Press. Princeton, 1998.
  - ----- Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press. United States, 2011.
  - Ferguson, Niall. Dinero y Poder en el Mundo Moderno, 1700-2000. Taurus. Madrid 2001.
  - Galbraith, John Kenneth. El Dinero. Hyspamérica, Madrid, 1983.
  - Gilpin, Robert, The Challenge of Global Capitalism. Princeton University Press. Princeton, 2000
  - Guttman, Robert. A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis. Revue de la Regulation. N° 3/4. 2e semestre 2008.
  - Hafiantgi, Silvi y Brugger, Samuel. Integración financiera regional de la Zona del Este Asiático y de la América Latina y el Caribe. Ola Financiera, Septiembre-diciembre 2010. [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)
  - Helleiner, Eric. States and the reemergence of global finance. Cornell University Press. New York, 1996.

- Henning, C. Randall. 1994. Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan. Institute for International Economics. Washington DC, 1994.
- Keynes, John Maynard. Consecuencias Económicas de la Paz. Editorial Crítica. Barcelona, 1987.
- ----- Ensayos de Persuasión. Editorial Crítica. Barcelona, 1988.
- Kindleberger, Charles P. Historia financiera de Europa. Editorial Crítica. Barcelona, 1988.
- Lindert, Peter H. Economía internacional. Ariel Economía. Barcelona 1994
- Polanyi, Karl. La Gran Transformación. Editorial Claridad. Buenos Aires, 1947
- Strange, Susan. States and Markets. Continuum. New York, 2004.
- Sussangkarn, Chalongphob. The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook. Chalongphob ADBI Working Paper Series N°230, July 2010. Asian Development Bank Institute. [www.adbi.org](http://www.adbi.org).
- UNCTAD. Trade and Development Report 2007. Washington, 2007.
- Van Der Wee, Herman. Historia Económica Mundial del siglo XX. Prosperidad y Crisis. Reconstrucción, crecimiento y cambio, 1945

Recibido 10 de septiembre de 2014    Aceptado 30 de noviembre de 2014