

# SISTEMAS MONETARIOS INTERNACIONALES Y GUERRAS DE MONEDAS: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Bou Quibar, Augusto Javier  
Adscripto de la cátedra Economía Internacional Monetaria<sup>1</sup>

## 1) Introducción

Es usual escuchar que se debería volver a tener un patrón oro como sistema monetario internacional para evitar los desequilibrios monetarios actuales, ya que de esta forma se limitaría la emisión de dinero por parte de los distintos países. Esto nos lleva a pensar acerca del pasado ya que este sistema estuvo vigente durante décadas y nos hacemos la inevitable pregunta ¿Por qué cayó el patrón oro?

Este trabajo comienza estudiando este sistema en sus diversas facetas: un patrón oro puro, que fue utilizado hasta el comienzo de la primera guerra mundial; un patrón cambio oro, que incorporó algunas monedas de países a las reservas además del metal precioso; luego, se analizará el Sistema de Bretton Woods, que intentó solucionar los problemas demostrados por los sistemas anteriores y que duró casi tres décadas desde el final de la primera guerra mundial. Por último, se hará una breve descripción del sistema monetario actual y sus características.

Por un lado, se analiza el funcionamiento teórico de un sistema de patrón oro (que es casi perfecto) y, por el otro, mostramos las dificultades que tuvo en la práctica a pesar de las distintas modificaciones que se le fueron haciendo con el correr del tiempo. Vamos a descubrir que esta diferencia entre la teoría y la realidad se deben a que la primera no tiene en cuenta los incentivos que tienen los gobiernos, ya que supone que ningún país hará nada que vaya en contra del perfecto funcionamiento del sistema.

Sin embargo, esto no se cumplió y generó que los tipos de cambios no se fijaran completamente al oro, sino que algunos países buscaran devaluar su moneda con el objetivo de ganarle competitividad a otras naciones que si mantenían la paridad. Pero pasado un tiempo, los países que habían quedado con la moneda sobrevaluada, tarde o temprano procedían a devaluar la moneda para recuperar la competitividad perdida en el comercio internacional. Luego, otros países hacían lo propio generándose así una cadena interminable que se dio por llamar **“guerras de monedas”**.

Nos proponemos estudiar las consecuencias que tuvieron las mismas sobre las economías de los países y además intentaremos inferir si el sistema monetario y el contexto histórico vigente jugó un rol importante en la gestación de estas “guerras”.

---

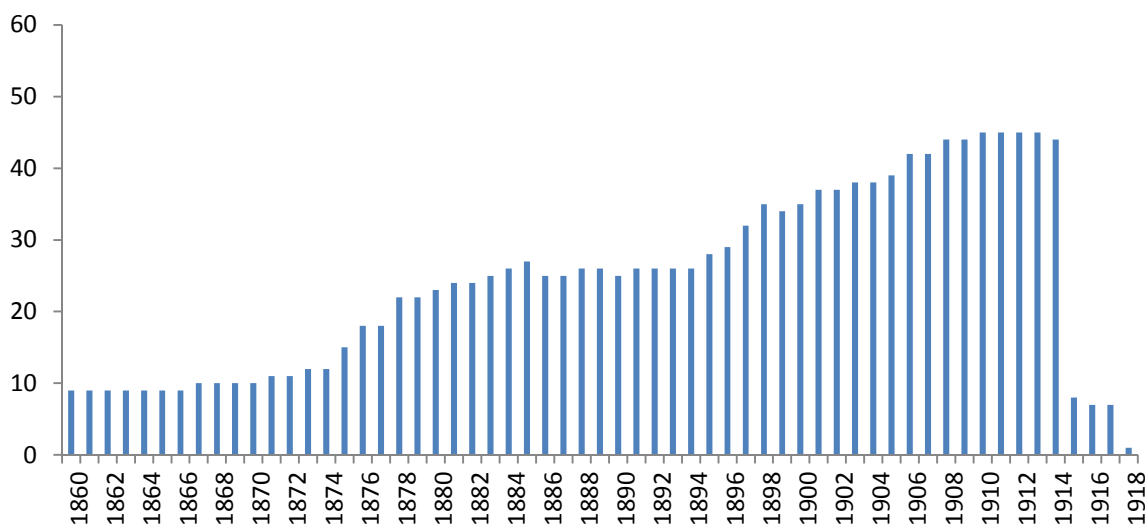
<sup>1</sup> Este trabajo se elaboró en el contexto de una investigación de la Secretaría de Ciencia, Técnica y posgrado de la Universidad Nacional de Cuyo dirigida por los profesores Alejandro Trapé y Claudia Botteon denominada denominado “Ciclos económicos de origen externo en países de Latinoamérica”.

## 2) Patrón oro clásico (1870-1914)

Si bien el oro ha sido utilizado como medio de cambio durante la antigüedad, el patrón oro es un fenómeno relativamente reciente, ya que comienza a desarrollarse en el siglo XIX y toma realmente fuerza en el periodo 1870-1914 bajo el nombre de “patrón oro clásico”. Esta última palabra es utilizada para diferenciar este sistema de aquel que se utilizó en el periodo de entreguerras y que recibió la denominación “patrón cambio oro”.

Gráfico 1

Cantidad de países bajo patrón oro (1860-1918)



Fuente: [www.reinhartandrogoff.com](http://www.reinhartandrogoff.com)

Según Rickards (2011): “*el patrón oro clásico no se concibió en una conferencia internacional al igual que sus sucesores del siglo XX ni fue impuesto por una organización multilateral, si no que era como un club al que los países miembros se unieron voluntariamente, y una vez en el club, se comportaban de acuerdo a las conocidas reglas del juego, aunque no había un libro de reglas escritas*”.

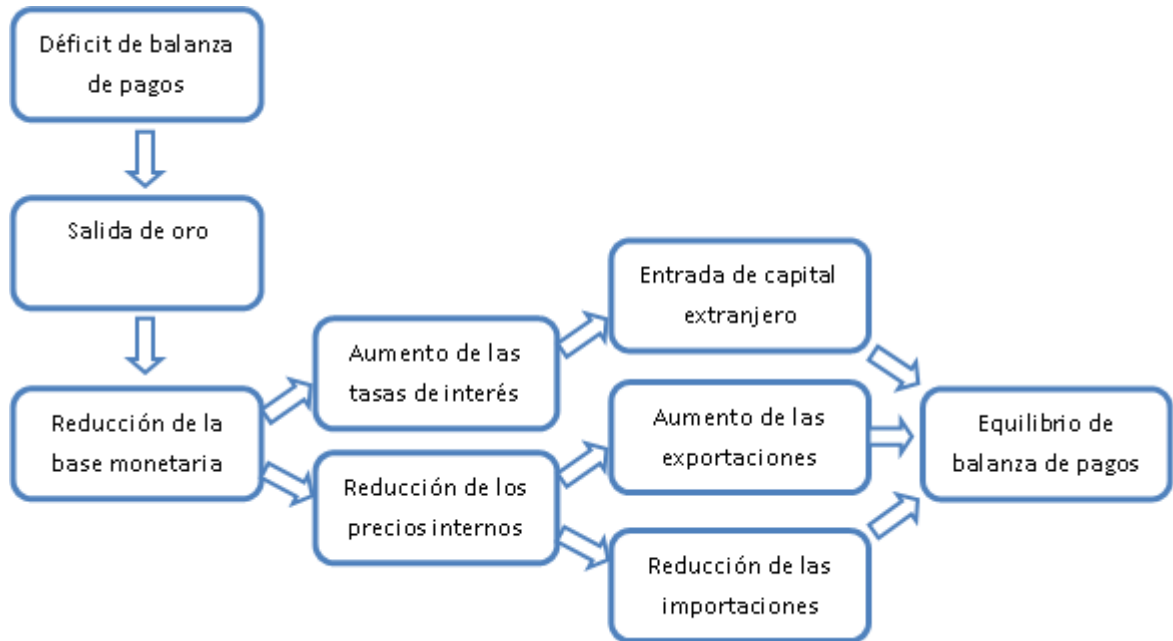
### a) El patrón oro en la teoría

El funcionamiento teórico de este sistema fue modelizado por primera vez por David Hume en el año 1752 y funcionaba de la siguiente manera:

Cada país fija el valor de su moneda en términos de una determinada cantidad de oro. La autoridad monetaria garantiza que pueda dar al poseedor la cantidad de oro determinada en la moneda. Al quedar fijada la paridad de cada divisa con respecto al oro, queda garantizada la convertibilidad de todas las monedas entre sí.

Una de las ventajas es el carácter automático del ajuste: cuando un país se encuentra con un déficit de balanza de pagos le deberá entregar al “resto del mundo” una cantidad de oro equivalente a su déficit. Como consecuencia, disminuirá la base monetaria provocando dos efectos: un aumento en la tasa de interés y una caída del nivel de precios. Ambos efectos contribuyen a que se revierta el flujo deficitario de divisas ya que la mayor tasa de interés atraerá inversiones extranjeras mientras que los menores precios provocarán una depreciación en términos reales de la moneda, aumentando el nivel de importaciones y disminuyendo el de exportaciones. Obviamente, todo lo contrario ocurrirá en un país superavitario. Esto se puede observar en el siguiente esquema:

## Esquema 1



Para facilitar el sistema existían las conocidas “reglas del juego” que los países debían respetar, las mismas consistían en lo siguiente: al producirse un déficit en la balanza de pagos, la autoridad monetaria del país debía vender instrumentos de deuda para reducir rápidamente la base monetaria y así acelerar el ajuste, esto también contribuía a un aumento en la tasa de interés. Por lo que se puede decir que bajo el patrón oro, el principal objetivo de la política económica era la mantención de la convertibilidad y el equilibrio externo a costa del sacrificio del interno, ya que estas variaciones de precios y tasas de interés obviamente tenían fuertes repercusiones en variables como inversión, consumo, producción, desempleo, etc.

### b) El patrón oro en la práctica:

De acuerdo a esta teoría, las autoridades se abstendrían de intervenir a través de operaciones que buscasen neutralizar el mecanismo automático. Hay muchos estudios que demuestran que en realidad esto no fue así, sino que por ejemplo algunos países deficitarios eran reacios a bruscos aumentos de la tasa de interés debido a las consecuencias recesivas que puede conllevar esta política. Mientras que algunos países superavitarios esterilizaban las emisiones de dinero generadas por la entrada de oro impidiendo así el ajuste.

Bloomfield (1970) demostró que en una muestra de once bancos centrales para el periodo 1880-1914, sólo en seis de ellos existía una correlación negativa entre la tasa de redescuento y la proporción entre reservas internacionales y oferta monetaria. Esto demuestra claramente una violación de las reglas del juego que no dejaba funcionar correctamente el sistema.

Otro hecho muy importante que contrastó este autor fue que las tasas de redescuento de estos países tendieron a aumentar y disminuir todas juntas (al menos cuando estos movimientos fueron significativos). Por ejemplo, algunos bancos centrales aumentaban las tasas de interés cuando otros lo hacían, a pesar de que las reglas del juego no lo requerían. La motivación para hacer esto probablemente fue evitar la salida de capitales para que no cayeran sus reservas internacionales. Esto pareciera ser un antecedente de las **guerras de monedas**, pero no a través de la devaluación competitiva sino a través de la tasa de redescuento.

Inglaterra como centro del sistema tenía generalmente un déficit de balanza comercial, pero éste era compensado por el ingreso generado por las inversiones inglesas realizadas en el extranjero. Así se equilibraban, en parte, los pagos y disminuía la necesidad de que operara el sistema de ajuste. Este país además contaba con un nivel muy bajo de oro en sus reservas (menos del 5% como porcentaje total de pasivos a la vista del sistema bancario), sin que se produjese un problema de falta de confianza en la libra debido al dominio de este país en el campo financiero. Esto no habría ocurrido si no hubiese habido un predominio indiscutido de la libra ya que, al existir varias monedas de una importancia similar, los posibles movimientos bruscos en las preferencias entre una y otra habrían hecho peligrar la estabilidad de todo el sistema.

### **3) Patrón cambio oro (1918-1939)**

Con el comienzo de la primera guerra mundial, se interrumpió el funcionamiento del patrón oro internacional ya que los países beligerantes prohibieron exportaciones de ese material. Las reservas de oro eran, principalmente, utilizadas para financiar importaciones de los países neutrales como EEUU. A su vez, los países en guerra utilizaron la emisión inmoderada de billetes para financiar los altos volúmenes de gasto. Dicha emisión de papel moneda, sumada a la disminución de la capacidad productiva de algunos países, contribuyeron a brotes inflacionarios. Aunque todo esto significó que el patrón oro no funcionara, en algunos países europeos se mantuvo nominalmente su vigencia legal y se conservaron los tipos de cambio oficiales.

En 1917 EEUU ingresó a la guerra y prohibió las exportaciones de oro, con lo que prácticamente dejó de existir un mercado mundial para dicho metal. Durante el conflicto, el Reino Unido comenzó a perder preponderancia mientras que EEUU comenzó a cobrar importancia. De esta manera el dólar empezaba a reemplazar a la libra esterlina como moneda fuerte a nivel mundial.

Los países beligerantes emergieron de la guerra en una situación de inestabilidad monetaria provocada principalmente por la falta de control del crecimiento del crédito interno, lo cual obligó a algunos de ellos a dejar flotar el tipo de cambio. Por ejemplo, en Inglaterra la libra fluctuó libremente entre 1919 y 1925 mientras que Francia abandonó la paridad fija en 1919 y sostuvo un tipo de cambio flexible hasta 1926.

La experiencia con tipos de cambio flexibles en la década de 1920 fue utilizada por algunos autores como un ejemplo de que los movimientos de capital a corto plazo son desestabilizadores, y de esta manera se fue creando un cierto prejuicio en contra de la libre fluctuación cambiaria.

El hecho de dejar fluctuar las paridades era considerado como un fenómeno temporal y se esperaba volver eventualmente al sistema de antes de la guerra. En 1922 tuvo lugar una conferencia en Génova con el objeto de discutir la reconstrucción del sistema monetario internacional. La implementación de un acuerdo internacional de este tipo habría significado institucionalizar el patrón cambio oro, donde los bancos centrales harían un esfuerzo cooperativo para asegurar la supervivencia del sistema. Sin embargo, las circunstancias no estaban dadas para que dicho acuerdo fuera factible debido a la inestabilidad monetaria predominante, la cual hacía imposible fijar las paridades de algunas monedas principales.

Sin embargo, poco a poco, se comenzó a restablecer el patrón oro a través del mundo, basado en las recomendaciones de Génova. El primer país que volvió a establecer el patrón oro fue

EEUU en 1919 mientras que en 1925 se restableció también en Inglaterra. En 1928 el proceso estaba prácticamente completo.

Pero el patrón oro restablecido en la segunda mitad de la década de 1920, también llamado patrón cambio oro, difería del que había existido antes de la guerra. Este ya no era un sistema dominado por un solo país ya que el dólar competía con la libra en los pagos internacionales. Además, se implementaron una serie de medidas tendientes a economizar oro, tales como la no circulación de monedas de oro y la recomendación de que algunos países pequeños pudieran mantener como reservas las monedas de los países grandes cuyas reservas internacionales consistirían únicamente en oro.

Por el lado de la aplicación de las reglas de ajuste del patrón oro, la evidencia empírica señala que en muchos casos se trataba de neutralizar el mecanismo de ajuste, por ejemplo, a través de la esterilización. Si bien esto último también sucedía antes de 1914, en esta nueva etapa se potenciaron las violaciones a las reglas del juego.

Durante la gran depresión muchos países renunciaron a sus compromisos del patrón oro y permitieron que sus monedas fluctuaran en los mercados de divisas. A su vez, los países se vieron obligados a imponer controles cambiarios y trabas a las importaciones.

La incertidumbre sobre las políticas gubernamentales provocó fuertes movimientos de reservas en los países que mantenían tipos de cambio fijos, y fuertes variaciones de los tipos de cambio en aquellos otros que mantenían tipos de cambio flexibles.

Este fue un período en que, en muchos casos, se recurrió a la devaluación como una medida para tratar de solucionar el problema de recesión interna, exportando el desempleo y empobreciendo al vecino. Esto daba origen a represalias y las consiguientes “devaluaciones competitivas” tendían a veces a anularse mutuamente (**guerra de monedas**). También se aplicaron muchas restricciones al comercio, tales como aranceles, cuotas y restricciones de tipo administrativo.

Aunque la crisis había obligado a muchos países al abandono del patrón oro, se seguía considerando a esto como un fenómeno temporal y se mantenía la esperanza de volver a establecer a través del mundo un sistema de paridades fijas por medio de un esfuerzo cooperativo internacional. Sin embargo, en la conferencia Monetaria Mundial celebrada en Londres en 1933, no se pudo llegar a ningún acuerdo.

Ante la realidad de la Gran Depresión muchos países habían resuelto su elección entre equilibrio interno y externo mediante el recorte de sus vínculos comerciales con el resto del mundo y la eliminación, por decreto, de la posibilidad de cualquier tipo de desequilibrio externo significativo. Al reducir las ganancias del comercio exterior, este planteamiento supuso un alto coste para la economía mundial y contribuyó a ralentizar la recuperación, que todavía no se había producido en muchos países en 1939.

Como conclusión, este fue un periodo en que el nacionalismo político influyó también en lo económico. Los países prefirieron dar prioridad a las consideraciones nacionales de corto plazo en lugar de comprometerse a esfuerzos cooperativos internacionales de largo plazo.

#### **4) Primera guerra de monedas (1922-1936)**

Durante la primera guerra mundial todos los países habían abandonado el patrón oro y esto permitió financiar sus gastos de guerra sobre la base de fuertes emisiones monetarias. Sin embargo, en el año 1922, las naciones industrializadas enviaron a sus representantes para

considerar el regreso al patrón oro, y así, en la conferencia de Génova nació el nuevo sistema “Patrón Cambio Oro”, que inmediatamente mostró algunas grandes falencias:

- Los países superavitarios podían juntar grandes cantidades de moneda extranjera y luego cambiarlas repentinamente por oro en el país emisor. Así, este último país podría sentirse como un inquilino al cual no se le ha cobrado la renta por muchos meses hasta que el propietario le reclama el pago de todo lo adeudado. Algunos países habrán guardado el oro para hacer frente al reclamo y otros habrán caído en la tentación y no contarán con el mismo.
- Por otro lado, Alemania, que era potencialmente la principal economía de Europa, no poseía suficiente oro para soportar una oferta monetaria que facilitara el comercio internacional necesario para devolver su economía a la senda de crecimiento.
- El funcionamiento del sistema dependía fuertemente de las renombradas “reglas del juego”, al igual que en el patrón oro original, pero con la diferencia de que en este periodo de entreguerras los objetivos internos empezaron a ser más relevantes que anteriormente a la primera guerra mundial. Lo que derivó (como se verá posteriormente) a que países que deberían haber hecho políticas monetarias expansivas o contractivas de acuerdo a las “reglas” no las hicieron o incluso hicieron lo contrario.

Esto introduciría a cada país a la disyuntiva de elegir entre adoptar la paridad anterior a la guerra o devaluar, y en caso de elegir lo segundo se debía considerar en qué magnitud hacerlo. Esto no es algo trivial, ya que si se elegía volver a la paridad de preguerra, dado que los precios habían aumentado fuertemente desde entonces, la moneda quedaría sobreapreciada generando grandes déficits comerciales, salida de oro e inflación; por otro lado, si la elección era la de devaluar, se tendría que cargar con los costos conocidos de esta política pero se tendría la ventaja de un tipo de cambio más competitivo frente a otros países, lo que llevaría superávits comercial y, con el tiempo a una entrada de oro que induciría a la inflación (siempre y cuando se cumplieran las “reglas del juego”).

Francia, Alemania, Inglaterra y Estados Unidos cumplían el rol de “líderes” en el mercado cambiario (se entiende por esto que otros países reaccionan ante cambios en las monedas de los líderes o incluso imitan la política). Por lo que estudiando sólo estos cuatro países se entenderá completamente la situación mundial de la guerra de monedas.

#### **a) Alemania**

En Alemania la situación era crítica debido al tratado de Versalles de 1919 que le imponía grandes pagos, tanto en dinero como en especies e incluso la cesión de territorios a los países Aliados en virtud de los daños causados durante la guerra, haciendo a Alemania la única responsable de la misma. Estos pagos fueron considerados como excesivos por algunos economistas e incluso imposibles de pagar.

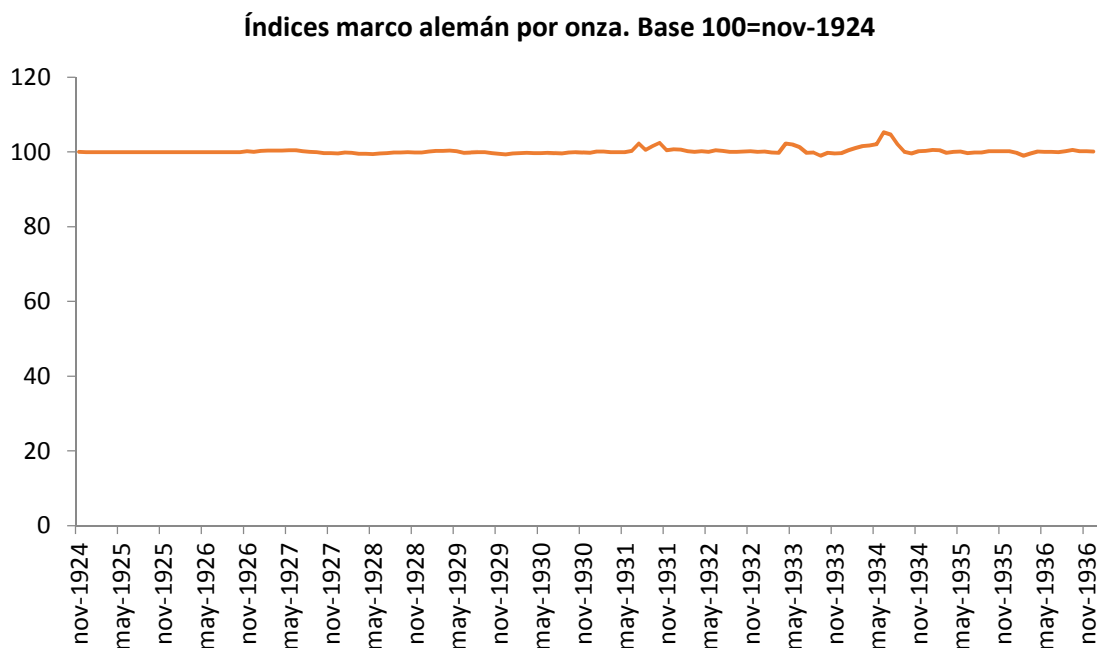
Un mito existe desde entonces de que el gobierno alemán destruyó su moneda para no pagar lo estipulado en el Tratado de Versalles. Lo cual fue logrado en parte ya que en 1924 se celebró

el plan Dawes, que estableció ciertas reducciones en los pagos y financiamiento para los mismos.

La hiperinflación alemana marca un punto de inflexión en la historia de la política económica, ya que se había demostrado que se puede devaluar una moneda (incluso hasta límites extremos) en la búsqueda de objetivos internos y que, además, esos objetivos pueden ser alcanzados. Otros países en un futuro comenzarían a poner los objetivos internos sobre los externos manipulando el valor de sus monedas, aunque obviamente no en la magnitud de Alemania.

Desde la estabilización de la nueva moneda alemana, se mantuvo una paridad fija con el oro durante más de quince años, como se muestra en el gráfico 1. A partir de 1928, comenzaron a caer progresivamente tanto las exportaciones como las importaciones como consecuencias de políticas proteccionistas y la gran depresión. Hasta que, en el año 1933, con el ascenso de Hitler al poder, la economía tomó un rumbo hacia la autarquía, aunque con enlaces con Austria y otros países de Europa del este. Por lo que, a partir de ese año, Alemania no se vio afectada significativamente por las devaluaciones de Inglaterra y de Estados Unidos.

**Gráfico 2**



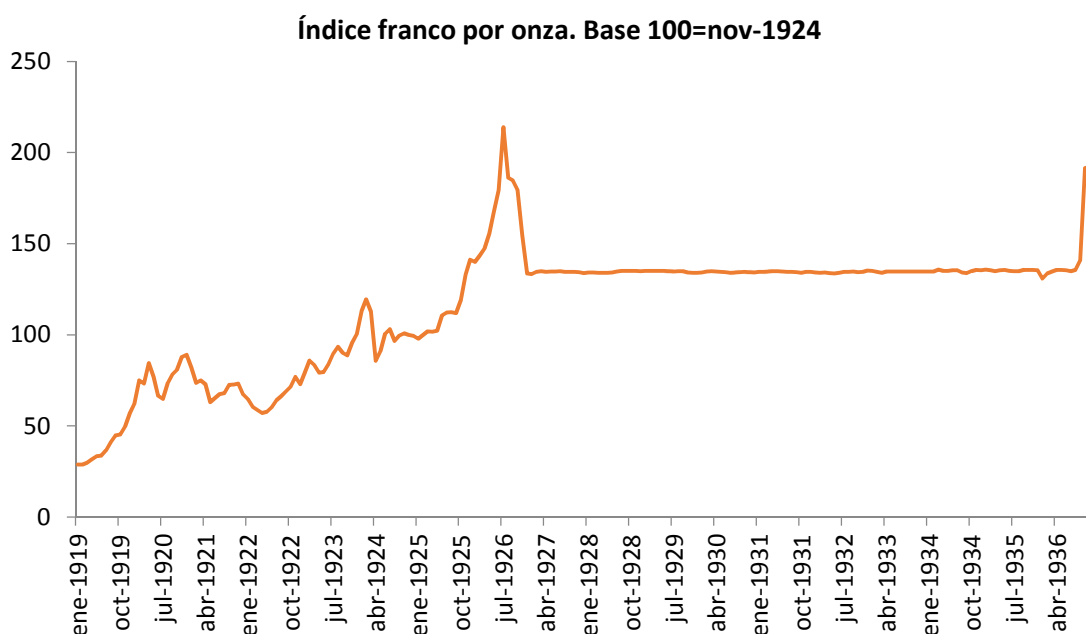
Fuente: center for financial stability

### **b) Francia**

La moneda francesa se depreció sistemáticamente desde la finalización de la guerra hasta finales de 1926 cuando ingresó nuevamente al patrón oro y logró estabilizar el valor de su moneda. Según otros países, como Estados Unidos e Inglaterra, fijó el valor del franco en un valor excesivamente devaluado, mientras que el gobierno francés negaba que estas acusaciones fuesen ciertas.

La realidad era que el franco, en términos nominales, se había apreciado en un 365% desde enero de 1919 hasta diciembre de 1926 con respecto al oro, como se puede observar en el gráfico 2. Este aumento en el precio de la onza superó ampliamente al de las otras grandes potencias mundiales. Debido a esto ganó grandes ventajas competitivas en el comercio frente a otros países y mantuvo un importante superávit comercial que indujo a una acumulación de reservas (tanto en oro como en dólares y libras esterlinas) durante la segunda mitad de la década del 1920 hasta el año 1931, cuando esta situación se revirtió por factores que se explicarán a continuación.

**Gráfico 3**



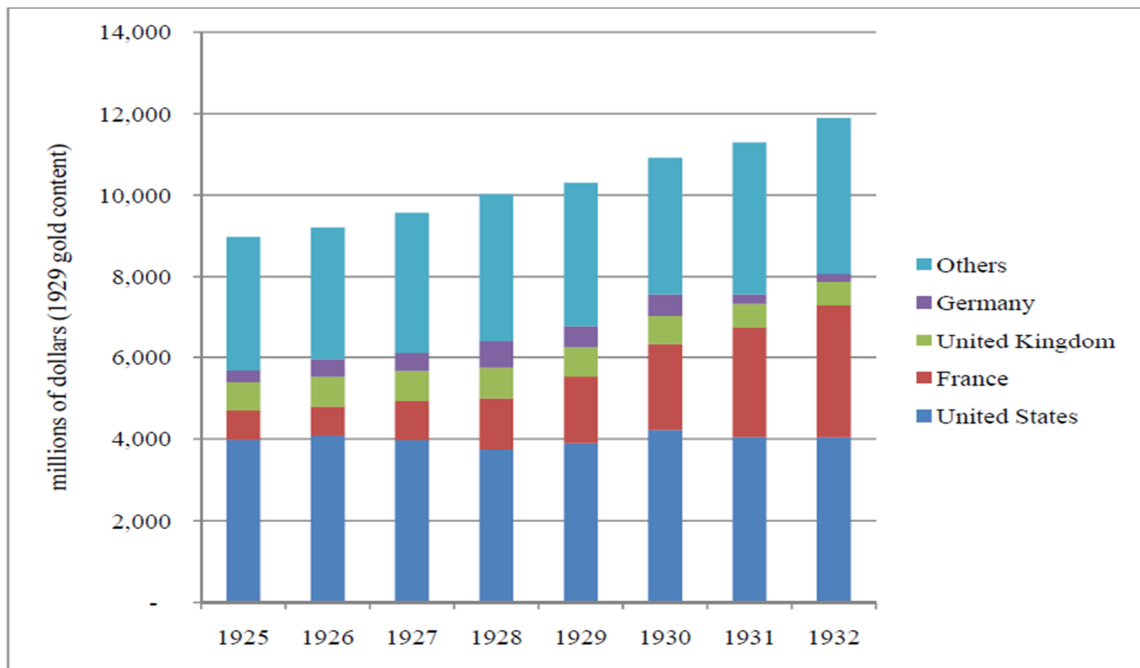
*Fuente: center for financial stability*

Durante el periodo 1924-1926, Francia tuvo una elevada inflación que cedió cuando el país ingresó al patrón oro. A medida que iban entrando oro, libras y dólares, éstos eran acumulados sin cumplir con las “reglas del juego” ya que las mismas imponían una política monetaria expansiva. Sin embargo, el gobierno decidió esterilizar estos flujos con el objetivo de evitar retornar a la inflación debido a la experiencia de los años anteriores.

En parte como resultado de un franco devaluado, el Banco de Francia comenzó a acumular cada vez más oro. Pero a causa de la política de esterilización, no se producía la inflación necesaria para que funcione el mecanismo de ajuste del patrón oro. Por otro lado, los países deficitarios con monedas sobrevaluadas, sobre todo Inglaterra, veían como disminuía su stock de oro, como se observa en los gráficos 3 y 4, las reservas de oro francesas pasaron de ser el 7% del stock mundial en el año 1926 a un 27% en 1932. Esta acumulación de oro en Francia (y en Estados Unidos) provocó políticas contractivas en muchos países y una deflación mundial que prolongó la duración y la magnitud de la gran crisis.

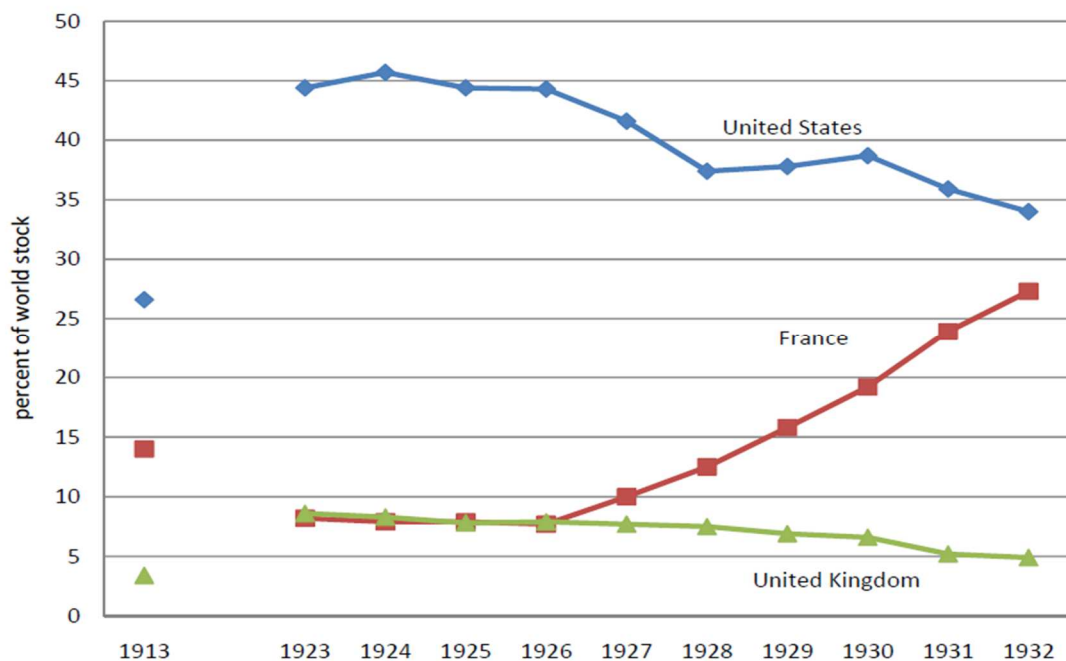


Gráfico 4



Fuente: Irwin 2010

Gráfico 5



Fuente: Irwin 2010

El Banco de Francia, además, a partir de 1928 promovió esta acumulación al comenzar a vender las monedas extranjeras que poseía como reservas (principalmente la libra esterlina) poniendo presión sobre las reservas de oro del Banco de Inglaterra. Durante 1929, 1930 y 1931 continuó deshaciéndose de la moneda inglesa pero no alcanzó a liquidarlas todas antes de la devaluación de la libra, produciendo así grandes pérdidas de capital para el Banco de Francia (este fenómeno fue conocido como “the sterling trap”). Luego continuó cambiando sus reservas de divisas en

los países emisores, por temor a que sucediera nuevamente algo similar. Dos años después quedó en evidencia que esta fue una política acertada, ya que cuando Estados Unidos devaluó su moneda, Francia ya había liquidado su stock de dólares, evitando así volver a sufrir pérdidas de capitales.

En el año 1931, cuando Inglaterra salió del patrón cambio oro devaluando su moneda (y posteriormente muchos otros países reaccionaron haciendo lo mismo ese año), Francia perdió la competitividad que había ganado durante los cinco años anteriores y el superávit comercial se convirtió en déficit. Luego, en 1933 la situación deficitaria empeoró aún más para este país con la devaluación de Estados Unidos y los países que imitaron esta política.

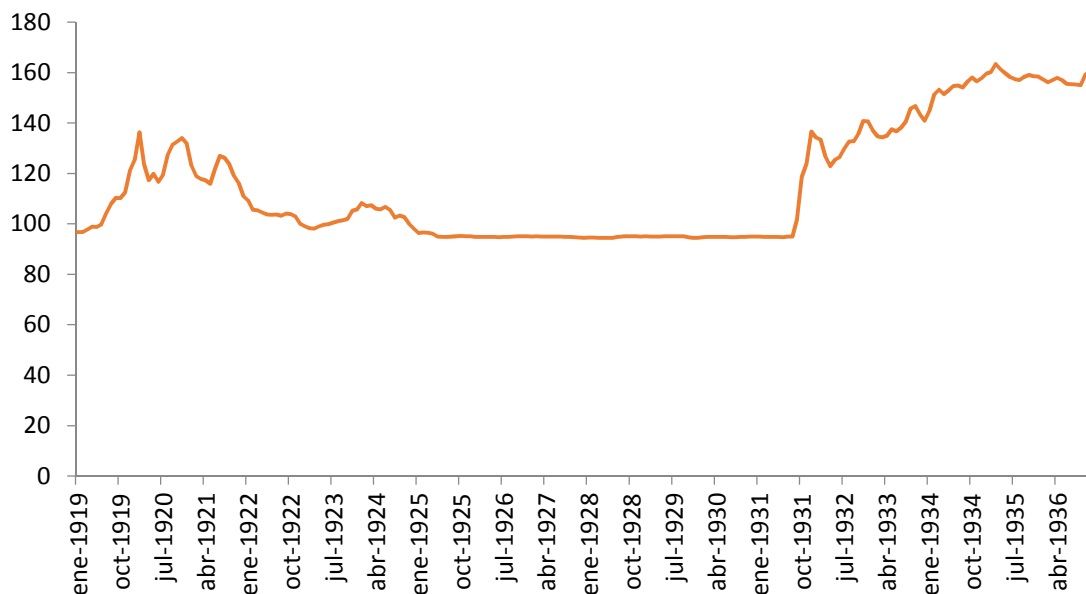
En el año 1936, la situación para Francia se volvió insostenible, debido a que su moneda ahora estaba muy apreciada. Sin embargo, si volvía a devaluar, se entraría en una nueva ronda devaluatoria. Los países centrales ya se habían dado cuenta que esto no era beneficioso para ninguno y esto dio lugar al “Acuerdo Tripartito”, un acuerdo informal en el que Francia, Inglaterra y Estados Unidos se comprometieron a no seguir con las devaluaciones competitivas. La devaluación del franco y la salida de Francia del patrón oro estaban incluidas en el acuerdo.

### c) Inglaterra

En abril de 1925, Inglaterra retornó al patrón oro, manteniendo la paridad anterior a la guerra. Esta decisión fue tomada a instancias del Ministro de Hacienda, Winston Churchill, que estaba convencido de que esto era lo más sano para las finanzas inglesas, además de una cuestión de honor. Churchill, años más tarde, escribió que éste había sido uno de los errores más grandes de su vida.

**Gráfico 6**

**Índice libra por onza. Base 100=nov-1924**



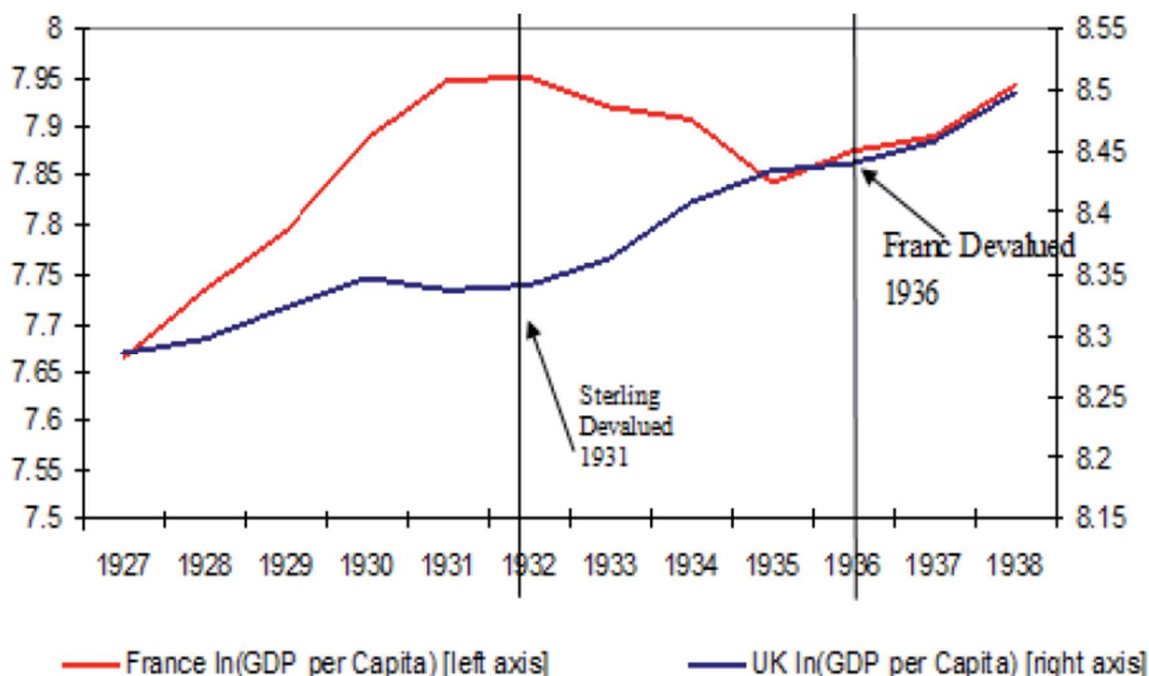
Fuente: center for financial stability

El problema fue que la deflación de los años 20 no alcanzó a compensar las grandes escaladas de precios de la Primera Guerra Mundial, por lo que la moneda quedó fuertemente devaluada. Si a esto le sumamos la devaluación y la esterilización Francia, queda claro que en Inglaterra

empezaron a haber presiones deflacionarias por las políticas monetarias contractivas impuestas por las “reglas del juego”. Esta deflación, en conjunto con el aumento de la tasa de interés, provocaron un aumento del desempleo y una gran cantidad de quiebras de empresas. Para empeorar la situación este atraso cambiario indujo a un déficit crónico de la balanza de pagos de Inglaterra, que era una de las monedas que se utilizaba como reserva en el resto del mundo. Esta débil posición de uno de los países centrales puso en duda la estabilidad de la libra esterlina, y por lo tanto, del sistema completo. Por último, la Gran Depresión del año 1929 agudizó todos los problemas nombrados.

En 1931 grandes salidas de oro, hicieron que se tomara la decisión de devaluar la moneda y abandonar el patrón oro. Ese mismo año, otros trece países imitaron esta política<sup>2</sup>. Obviamente esto tuvo repercusiones en aquellos países que no devaluaron y perdieron competitividad ante los que sí lo hicieron. Así Inglaterra recuperó competitividad frente a otros países como Estados Unidos y Francia, comenzando a crecer nuevamente.

**Gráfico 7**



Fuente: Irwin 2010

#### **d) Estados Unidos**

En 1922, el mismo año que se celebró la conferencia de Génova, Estados Unidos ingresó oficialmente al patrón cambio oro nuevamente (aunque en teoría nunca había salido, ya que mantuvo la paridad de U\$S 20,67 dólares por onza al igual que en el periodo pre-guerra, pero con fuertes controles de cambio que hicieron que ese tipo de cambio no refleje la realidad).

Debido a que la acumulación de oro fue, en términos porcentuales, similar al aumento del nivel de precios durante la guerra, Estados Unidos no tuvo el problema del atraso cambiario que acechaba a Inglaterra. A partir de finales de 1927, Estados Unidos aumentó fuertemente su tasa de interés provocando que grandes cantidades de oro fluyeran desde Europa a este país. Sin

<sup>2</sup> Australia, India, Canadá, Dinamarca, Egipto, Finlandia, Japón, México, Nueva Zelanda, Noruega, Straits Settlements (Singapur), Suecia y Yugoslavia.

embargo, al igual que Francia, estos flujos fueron esterilizados y la política monetaria fue contractiva, aumentando aún más la tasa de interés y atrayendo nuevos flujos de oro. Pero esta elevada tasa, con sus efectos recesivos tuvo fuertes repercusiones negativas sobre la inversión y el crecimiento.

Como ya se mencionó anteriormente, al igual que Francia, Estados Unidos esterilizó los flujos de oro, evitando así el funcionamiento natural del patrón oro, reduciendo así la cantidad de oro disponible en el resto de los países, con sus consecuencias deflacionarias.

La devaluación de la libra esterlina y otras monedas en 1931, puso mayores presiones sobre la depresión, la deflación y la balanza comercial de una economía que venía contrayéndose desde el comienzo de la crisis mundial de 1929 y el nivel de precios cayó fuertemente. El año 1932 fue el peor de la Gran Depresión, el desempleo había alcanzado el 20% y los niveles de inversión, de producción y de precios habían caído a una tasa de dos dígitos desde el comienzo de la crisis.

En marzo de 1933, asumió el presidente Roosevelt. En los próximos cuatro meses, la situación del país empeoró estrepitosamente con corridas y quiebras bancarias. Por lo que se decidió devaluar el dólar, pero no contra monedas de otros países, sino ante la moneda principal del sistema: el oro.

Debido a que el oro no sólo se encontraba en la Reserva Federal, sino que se utilizaba como moneda de cambio y como instrumento de ahorro a la par que el dólar, el presidente tomó una serie de medidas sin precedentes en la historia: se les prohibió a los ciudadanos la posesión de oro y se les obligó a cambiar sus posesiones del mismo por un dólar al tipo de cambio oficial de 20,67; quienes incumplieran esta Orden Ejecutiva serían penados con multas de hasta U\$S 10.000 (equivalente a U\$S 165.000 de moneda de hoy). Por otro lado, prohibió la exportación de oro sin autorización del gobierno y obligó a las minas a vender su producción de este metal al estado.

Luego una vez confiscado el oro, el precio del mismo fue aumentado progresivamente desde octubre de 1933 hasta enero de 1934, a la nueva paridad de U\$S 35 por onza (una devaluación del 70%).

La justificación de esta política fue que, si se devaluaba el oro y este se encontraba en manos de los ciudadanos, los mismos se iban a ver tentados de atesorarlo a la espera de nuevos cambios en el precio y no iban a ponerlo en circulación que era lo que necesitaba el gobierno para combatir la depresión.

Finalmente, el país sintió inmediatamente el efecto positivo de la devaluación: los precios dejaron de caer, la base monetaria se expandió al igual que el crédito y la producción, mientras que la tasa de desempleo mostró una fuerte disminución. Otros países también devaluaron su moneda ese mismo año dejando a Francia, que fue el país que empezó con ventajas en el comercio por su moneda devaluada, con un tipo de cambio atrasado.

Debido a la experiencia de la última década, los países centrales se dieron cuenta que las devaluaciones competitivas traían consecuencias graves sobre el país y sólo beneficios de corto plazo para el país que devaluaba por lo que se decidió acordar no continuar con las mismas en el Acuerdo Tripartito de 1936.

## **5) El sistema de Bretton Woods (1944-1971)**

En julio de 1944, los representantes de 44 países se reunieron en Bretton Woods, New Hampshire, para redactar y firmar el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional

(FMI). Recordando los desastrosos acontecimientos económicos del periodo de entreguerras, querían diseñar un sistema monetario internacional que pudiera llegar a promover el pleno empleo y la estabilidad de precios, a la vez que permitiera a cada país conseguir el equilibrio externo sin imponer restricciones al comercio internacional.<sup>3</sup>

El sistema de Bretton Woods estableció que cada país miembro del FMI debería fijar su paridad en relación con el oro o con el dólar norteamericano. La paridad del dólar con el oro determinaba, indirectamente, la relación con respecto a este metal de las monedas cuya paridad se expresase en términos del dólar. El tipo de cambio debía permanecer prácticamente fijo, ya que solo podía variar en  $\pm 1\%$ . El sistema era pues un patrón cambios oro, en el que el dólar era la principal moneda de reserva.

La disciplina más importante en temas monetarios fue la obligación de que los tipos de cambio fueran fijos respecto al dólar, que a su vez lo sería respecto al oro. Si un banco central, distinto de la FED, llevaba a cabo una excesiva expansión monetaria, perdería sus reservas internacionales, y sería incapaz de mantener la paridad de su moneda frente al dólar. Por su parte, el precio oficial de la onza de oro en 35 dólares servía como último freno a la política monetaria estadounidense.

Por otro lado, el acuerdo incorporó la flexibilidad suficiente como para que los países consiguieran su equilibrio externo de una manera ordenada, sin sacrificar los objetivos internos o el tipo de cambio fijo. Primero, los miembros del FMI aportaban su divisa y oro (cuota) para formar un conjunto de recursos financieros que podía utilizar el FMI para prestarlos a los países que los necesitaran. Segundo, aunque los tipos de cambio frente al dólar eran fijos, se podían ajustar estas paridades con previo acuerdo del FMI. Se suponía que estas devaluaciones y revaluaciones no serían frecuentes y sólo se producirían en los casos en que una economía padeciera un *desequilibrio fundamental*. Sin embargo, nunca se dio una definición de lo que debía entenderse por dicho desequilibrio.

En esencia el sistema se basaba en el supuesto de que se podían limitar los movimientos de capitales financieros privados, permitiendo cierto grado de independencia para las políticas monetarias nacionales. Las restricciones a los flujos financieros intrafronterizos permitirían variaciones ordenadas de los tipos de cambio de forma deliberada, sin la presión de inmensos ataques especulativos.

Para promover el comercio multilateral eficiente, el Convenio Constitutivo del FMI instaba a sus miembros a hacer convertibles sus monedas nacionales lo más pronto posible. La temprana convertibilidad del dólar estadounidense, junto con su posición dentro del sistema de Bretton Woods, hizo que fuese la moneda clave de la posguerra mundial. EEUU pasó a ocupar el rol de banquero mundial, y el dólar llegó a ser preferido al oro. Durante toda la década de 1950, EEUU estuvo en déficit de balanza de pagos; sin embargo, durante este periodo no se presentó un problema de confianza en la convertibilidad del dólar en oro.

#### **a) Limitaciones del sistema**

El sistema de Bretton Woods presentaba ciertas limitaciones con respecto al mecanismo del ajuste internacional y al proceso de creación de reservas internacionales.

---

<sup>3</sup> La misma conferencia creó una segunda institución, El Banco Mundial, cuyos objetivos eran ayudar a los países beligerantes a reconstruir sus maltrechas economías y ayudar a los antiguos territorios coloniales a reconstruir y desarrollar las suyas. En 1947 se inauguró el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT) como un foro para la reducción multilateral de las barreras arancelarias.

En dicho sistema, existía una asimetría entre los países en déficit y aquellos en superávit. En efecto, un país en déficit de balanza de pagos va a sentir una mayor presión para ajustar a su sector externo a medida que sus reservas internacionales disminuyen. En cambio, este problema no lo enfrenta un país en superávit que acumula reservas. Evidentemente, para el país en superávit no es conveniente seguir acumulando en forma indefinida reservas en lugar de otros activos más rentables, y le va a ser necesario eventualmente dejar operar el mecanismo de ajuste automático. Sin embargo, al no existir el tipo de presión provocada por la pérdida de reservas, es posible que el país en superávit tienda a postergar el ajuste.

En el sistema de Bretton Woods, los países podían cambiar su paridad si enfrentaban un “desequilibrio fundamental”. Pero siempre estaba presente el problema de que el Fondo Monetario Internacional nunca definió qué debía entenderse por desequilibrio fundamental. Además, aquí existía una nueva asimetría, ya que EEUU estaba en una posición diferente a la de los demás países miembros del sistema con respecto a posibles variaciones en su tipo de cambio. Por lo tanto, no se podía considerar una devaluación del dólar en relación al oro sin crear un problema de confianza con respecto a esa moneda.

EEUU seguía un rol pasivo en la determinación de su tipo de cambio respecto de las demás monedas. Este país se limitaba a comprar y vender oro contra dólares a una tasa dada y dejaba a los demás países la iniciativa de ajustar sus paridades respecto al dólar en casos de desequilibrio fundamental. Evidentemente EEUU tenía el suficiente peso en las relaciones internacionales como para influir en las acciones de los demás países, con lo cual podía, en cierta medida, administrar el sistema, aunque no interviniese directamente en el mercado de divisas.

Con respecto a la creación de reservas internacionales, el sistema tenía un sesgo que tarde o temprano, tenía que producir un problema de liquidez internacional en EEUU. A medida que EEUU acumulaba pasivos internacionales líquidos, en la forma de dólares mantenidos como reservas en el resto del mundo, su posición internacional se hacía cada vez menos líquida. Esto creaba un problema de confianza en la convertibilidad del dólar en oro.

Otro problema era que la creación de reservas internacionales en la forma de dólares de EEUU, significaba que ese país tenía la posibilidad de captar señoreaje e impuesto inflación.

Varias de las limitaciones podían corregirse y el sistema habría seguido funcionando. Sin embargo, había un aspecto que era clave para la supervivencia del esquema de Bretton Woods. Este era que EEUU, centro del sistema, debía mantener políticas macroeconómicas prudentes.

## **b) Abandono del sistema**

El patrón cambio oro de la década de 1950 funcionó adecuadamente bajo la influencia de una sola moneda. Pero esta situación comenzó a cambiar a fines de la década de 1950, como consecuencia de la vuelta a la convertibilidad de las principales monedas europeas en 1958 y a la acumulación de un volumen elevado de pasivos internacionales líquidos de EEUU en el resto del mundo. Se había pasado de una época de escasez de dólares a una de abundancia de dólares.

Una de las razones principales por las que el sistema comenzó a experimentar problemas fue la pérdida de disciplina macroeconómica en EEUU a mediados de la década del 60. Esto se debió a los elevados gastos gubernamentales que resultaron de la guerra de Vietnam y de la implementación simultánea de ambiciosos programas sociales. La falta de un adecuado financiamiento a través de impuestos, junto con una política monetaria expansiva, dieron origen

a un periodo inflacionario. En el sector externo, esto se tradujo en pérdidas de oro por parte de EEUU y en un debilitamiento del Sistema Monetario internacional.

A fines de la década de los años 60 el sistema de Bretton Woods se mantenía solo en base a cooperación de autoridades monetarias de los diferentes países, y se veía que su fin estaba próximo. Con las nuevas condiciones de movilidad de capitales privados, los déficits y superávits de la balanza por cuenta corriente se hicieron importantes. La sospecha de una devaluación inminente podía causar un ataque especulativo sobre la moneda y desembocar en una crisis de balanza de pagos. Análogamente, países con grandes superávits eran vistos por el mercado como candidatos a una revaluación. Las crisis de balanza de pagos se hicieron más frecuentes y más fuertes, y a principios de los 70 llevaron a colapsar la estructura de tipos de cambio fijos de Bretton Woods.

El colapso del sistema de Bretton Woods se debió en parte al desequilibrado poder económico de EEUU. El sistema funcionó bien en la postguerra, y en los años 50, que fue una década en que EEUU tuvo disciplina monetaria y, además, dominó sin contrapeso en las relaciones económicas internacionales. Sin embargo, en los años 60 este país perdió dicha disciplina y al mismo tiempo, ya no tuvo la posición de dominio indiscutido en las relaciones comerciales y financieras, sino que enfrentó una creciente competencia de otros países industriales.

Por otro lado, también puede decirse que el fin de Bretton Woods se debió al hecho de que los ajustes discrecionales del tipo de cambio inspiraban ataques especulativos, que hacían que tanto el equilibrio interno como el externo fueran progresivamente más difíciles de conseguir. A medida que se hacía más difícil limitar los flujos financieros internacionales, las responsables de política tenían que hacer una difícil elección entre mantener la estabilidad de los tipos de cambio o alcanzar sus objetivos monetarios nacionales. Así pues, se le otorgó prioridad a la economía nacional y los tipos de cambio fijos tuvieron que ceder.

## **6) Segunda guerra de monedas (1967-1987)**

Los antecedentes de estas devaluaciones competitivas comienzan con las políticas de “guns and butter” del presidente Johnson. El término “guns” se refiere al creciente gasto de Estados Unidos en la guerra de Vietnam que aumentó a grandes escalas a partir de 1965, mientras que “butter” hace referencia a los gastos en programas sociales, incluida la guerra contra la pobreza. Estos gastos eran financiados con dólares emitidos por la Reserva Federal de Estados Unidos.

Cuando comenzó a funcionar este sistema, no preveía la posibilidad de que hubiera inflación en Estados Unidos. Sin embargo, durante la década de 1960, estos gastos comenzaron a tener las primeras consecuencias inflacionarias como podemos observar en gráfico 8.

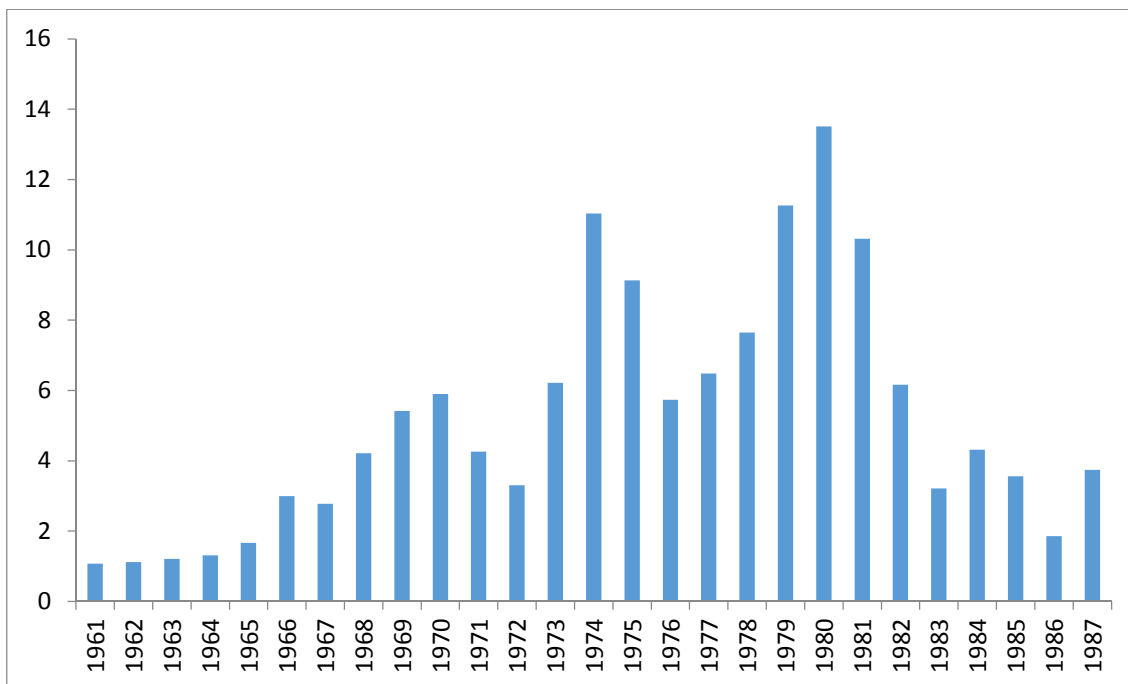
Por otro lado, el stock de reservas de oro que tenía este país comenzó a disminuir ya que el resto de los países que absorbía los dólares emitidos, luego los cambiaba por oro a la paridad establecida de 35 dólares la onza. El resto de los países veía cómo aumentaban sus reservas tanto en dólares como en oro.

Esta situación creó desconfianza en la estabilidad del sistema ya que quedaba claro que podía haber en cualquier momento, un ataque especulativo en contra del dólar si los bancos centrales de otros países intentaban cambiar sus reservas en esa moneda por dólares en la Reserva Federal de Estados Unidos.

El presidente francés Charles de Gaulle, al darse cuenta de esta situación, abogaba por una vuelta al patrón oro ya que argumentaba que Estados Unidos poseía una ventaja injusta al poder

pagar sus deudas a otros países con dólares que solo ellos podían emitir, y que por lo tanto no veía como podría existir moneda como base del sistema monetario internacional que no fuera el oro. Luego en el año 1965, Francia convirtió en oro en la Reserva Federal de los Estados Unidos, 150 millones de dólares de sus reservas y anunció que pronto haría lo mismo con 150 millones más. Al poco tiempo, España convirtió 60 millones de dólares.

**Gráfico 8: inflación Estados Unidos (%)**



*Fuente: Banco Mundial.*

Estos reembolsos de dólares se dieron en un momento en el que Estados Unidos compraba empresas europeas y aumentaban sus operaciones en ese continente con dólares fuertemente sobrevaluados. De Gaulle consideraba esto una “expropiación” argumentando que, si Estados Unidos hubiera querido realizar esas operaciones con oro, en lugar de dólares, no lo habría podido hacer.

Sin embargo, en el mundo no se veía con entusiasmo el regreso al patrón oro debido a dos motivos: primero, la experiencia negativa en el mundo con este sistema en el periodo de entreguerras. Y segundo, que esto requeriría una apreciación del oro en contra de las otras monedas, beneficiando a países productores de oro entre los que se encontraban Sudáfrica y la URSS, cuyos regímenes eran rechazados en el plano geopolítico.

Por otro lado, la libra, que había sido una moneda de principal importancia en las reservas internacionales (en 1945 eran mayores que las reservas de dólares), había ido perdiendo relevancia desde entonces. En 1964 comenzaron presiones sobre la moneda debido a un desbalance similar al de Estados Unidos, en el que los pasivos superaban fuertemente a los activos del Banco Central, terminando en una devaluación del 14% en 1967.

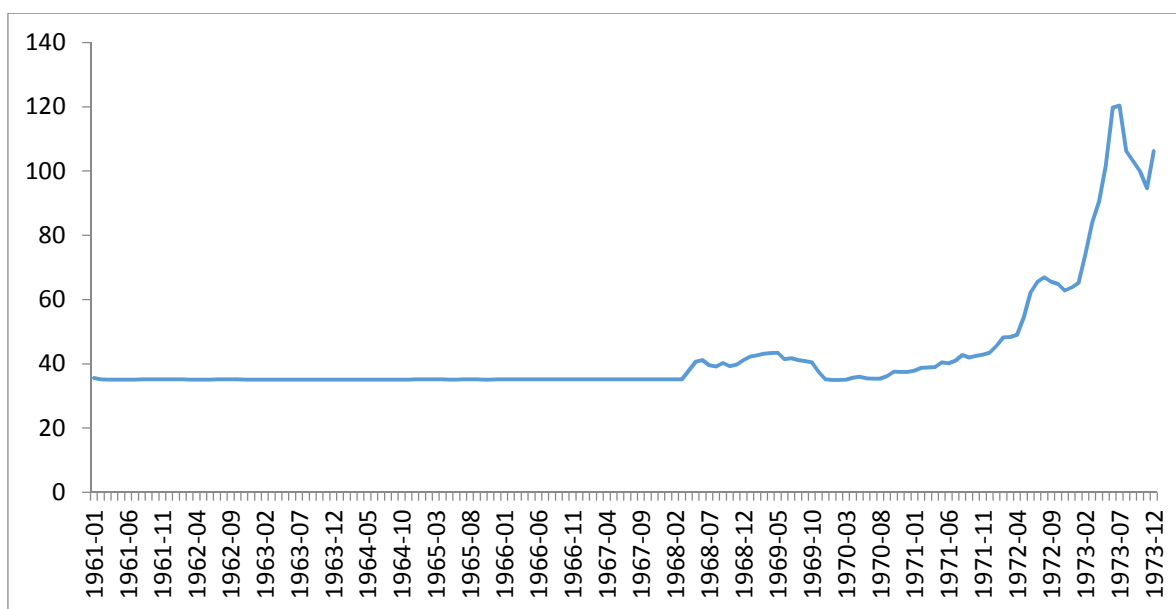
Esta primera grieta en el sistema de Bretton Woods, hizo que todas las miradas se volvieran hacia Estados Unidos que seguiría el mismo camino de Inglaterra ya que estaba en una situación de déficit con inflación muy similar. Como el dólar solamente se podría devaluar en contra del oro, lo más lógico era comprar esta moneda generando presiones sobre el precio del mismo que seguía artificialmente a una tasa de 35 dólares por onza.



En 1961 se había creado el “gold pool” de Londres, donde ocho países colocaron parte de sus reservas de oro y dólares para mantener el precio oficial del oro. Al principio, actuaba como un comprador y vendedor de una manera similar a la que funciona un banco central para mantener el tipo de cambio fijo. Sin embargo, a partir de 1965, el “gold pool” era solo un vendedor de oro. Luego de la devaluación de la libra, las presiones hicieron que en marzo de 1968 colapsara y no se pudiera mantener más el precio oficial.

Debido a que Estados Unidos había tomado la decisión de vender oro solamente a los bancos centrales de otros países al precio oficial, se generó una oportunidad de comprar dicho metal en Estados Unidos y luego venderlo en el mercado de Londres a un precio mayor. Esto se conoció como “gold window”. Para no generar mayores presiones sobre el sistema monetario internacional, Estados Unidos llegó a un acuerdo con los otros países de no tomar esta ventaja ofrecida por la existencia de dos mercados, esto hizo que el sistema se mantuviera estable durante algunos años hasta 1971. El siguiente gráfico muestra la evolución del precio del oro en el mercado de Londres.

**Gráfico 9: precio del oro en el mercado de Londres**



*Fuente: Bundesbank.*

Obviamente esto fue inestable en el tiempo y las presiones sobre el precio del oro, sumadas a la falta de liquidez internacional por el bajo precio del mismo hicieron que en agosto del año 1971 el presidente de Estados Unidos, Richard Nixon anunciara la “nueva política económica”. Un paquete que consistió en controles de precios y salarios, un impuesto del 10% a las importaciones y la interrupción de las ventas de oro incluso a otros bancos centrales. Luego de esto prácticamente todos los países optaron por un tipo de cambio flexible.

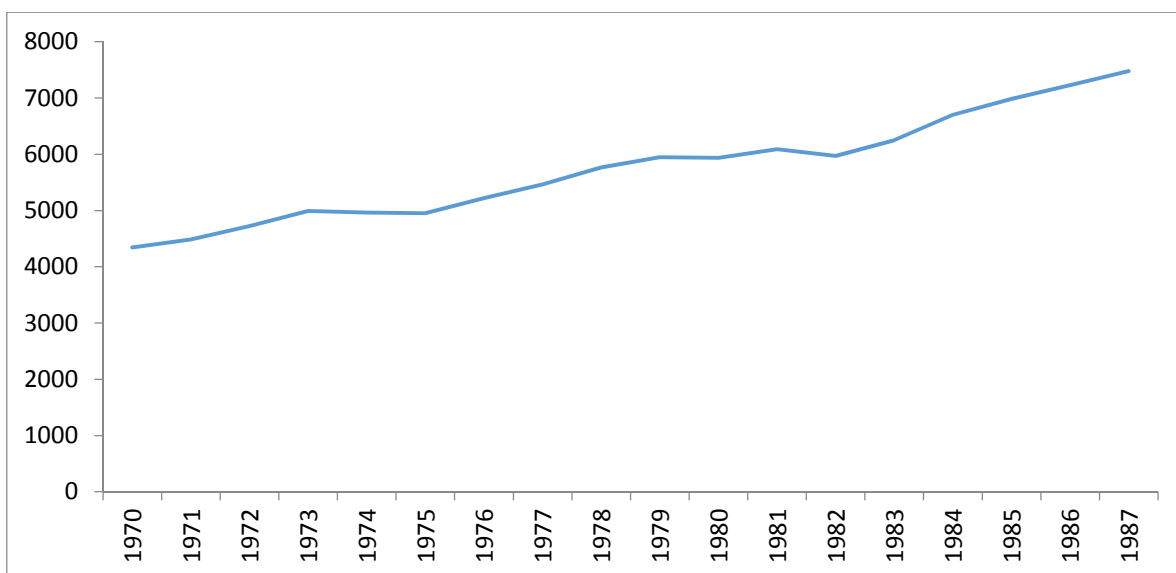
En diciembre de ese mismo año se llegó al conocido acuerdo Smithsonian en el que se acordó una devaluación del dólar en contra de oro del 9% y una revaluación de entre el 3% y el 8% del resto de las monedas contra el dólar, además permitió el aumento de las bandas en las que podían fluctuar los tipos de cambio, pasados de 1% a 2,25%. Por otro lado, Estados Unidos removió el impuesto a las importaciones. Este acuerdo fue tomado con gran entusiasmo y fue muy beneficioso para los exportadores americanos. Sin embargo, no solucionó el problema de base del sistema de Bretton Woods, sino que simplemente lo flexibilizó un poco. Dos años más

tarde las presiones volvieron a aparecer y el sistema colapsó comenzando una nueva época en la que el oro dejaría de ser el centro del sistema monetario internacional.

A pesar de las expectativas de crecimiento que se generaron con la devaluación del dólar, los resultados en Estados Unidos fueron decepcionantes. En la década de 1970 sucedieron tres crisis y el resultado fue estancamiento como se ve en el gráfico 11

Con la llegada de Paul Volker a la Reserva Federal en 1979 y de Ronald Reagan a la presidencia, hubo un cambio en la política económica ya que se aplicó una política de shock en la que se subió la tasa de interés a un 20% con el objetivo de bajar la inflación. Este objetivo fue claramente logrado ya que bajó de 12,5% en 1981 a 1% en 1986. Por otro lado, el presidente Reagan comenzó con una política de desregularización de la economía, así como de recorte de impuestos. Estas decisiones conjuntas llevaron a un dólar fuerte y un alto crecimiento del producto.

**Gráfico 10: PBI de Estados Unidos (miles de millones de dólares contantes 2005)**



*Fuente: Banco Mundial*

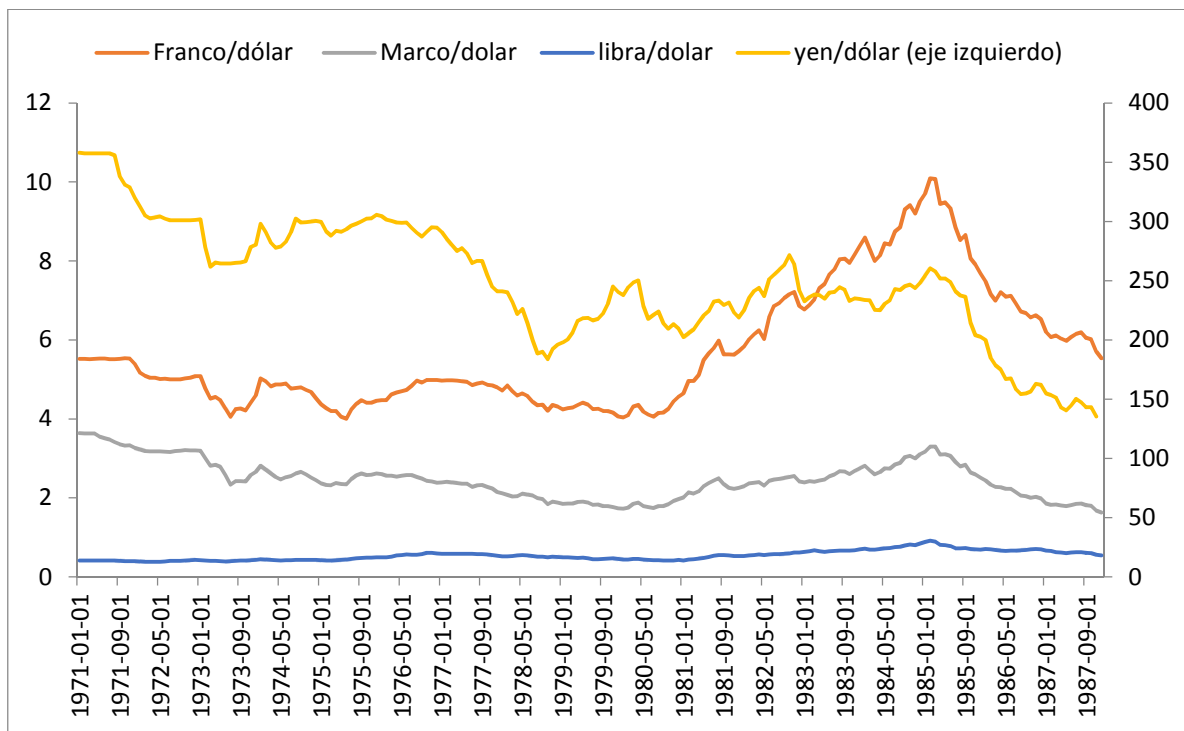
A su vez, ya que no existía ningún compromiso de cambiar los dólares por oro, el déficit de cuenta corriente fue cada vez mayor y más aceptado. Los mayores déficits se mantuvieron con Japón y con Alemania y los principales bienes que se compraron fueron electrónica y autos respectivamente. A su vez, otro motivo de la apreciación del dólar fue que grandes inversiones venían desde el exterior fomentadas por las altas tasas de crecimiento.

A pesar de esta situación de crecimiento, comenzaron a haber pedidos de devaluación de las empresas estadounidenses que competían con exportaciones. Como el régimen cambiario era de tipo de cambio flexible, la devaluación requería de la intervención de la Reserva Federal, pero esto se llevaría a cabo con un acuerdo entre Estados Unidos, Inglaterra, Alemania Occidental, Francia y Japón en el año 1985.

Luego, desde 1985 hasta 1988, el dólar se depreció 40% con respecto al franco, 50% con respecto al yen y 20% con respecto al marco. Nuevamente, no llegaron los resultados esperados en cuanto a desempleo y crecimiento, ya que el primero se mantuvo relativamente constante mientras que el segundo disminuyó un poco con respecto a los años anteriores. Los distintos tipos de cambio con respecto al dólar los podemos observar en el gráfico 5.

En 1987, los cinco países mencionados más Italia y Canadá, llegaron al acuerdo de Louvre que daba por finalizada la segunda guerra de monedas, acordando que no habrían más devaluaciones competitivas.

**Gráfico 11: moneda extranjera por dólar**



Fuente: Stlouisfed

## 7) Fin de los sistemas de tipo de cambio fijo

En efecto, como el dólar era el mayor instrumento de la liquidez internacional, ya desde los años cincuenta y en el transcurso de la década de los sesenta, aparecieron los problemas de liquidez que hicieron necesario crear como nuevo instrumento de reserva a partir de 1969: los Derechos Especiales de Giro emitidos por el FMI. Pero el problema pasó a ser que no todos los países tenían igualdad de derechos y obligaciones, lo que unido a los propios problemas norteamericanos (malas cosechas, efectos inflacionistas de la guerra de Vietnam, necesidad de devaluar el dólar, etc.) llevó a los EEUU a suspender en 1971 la convertibilidad del dólar en oro, dando lugar a ajustes cambiarios que llevaron a la ruptura de uno de los principales pilares del SMI surgido en Bretton Woods, a consecuencia de la falta de liquidez y de confianza, así como de la necesidad de un ajuste cambiario.

Durante un par de años más el SMI siguió teniendo formalmente al dólar como patrón, hasta que en 1973 se decidió permitir la libre flotación de las monedas en los mercados de divisas. La situación no ha cambiado desde entonces. Lo ocurrido en las más de tres décadas posteriores confirma que era inevitable la pérdida de referencia del oro y del dólar, pues los EEUU han incurrido en persistentes déficit por cuenta corriente, hasta el punto de convertirse en mayor deudor mundial que la suma de todos los demás países en vías de desarrollo y con problemas de balanza de pagos que les han llevado a incrementar también considerablemente la deuda, lo que ha causado, desde principios de los años ochenta, periódicos episodios de suspensiones de pagos y consiguientes renegociaciones e impagos de la deuda.

Sin embargo, el sistema ha sobrevivido gracias a las sucesivas reformas del FMI y, sobre todo, a que EEUU ha encontrado siempre crédito para mantener su hegemonía económica, tecnológica, cultural, militar e incluso política, primero con los superávits europeos (sobre todo alemanes), luego con los de Japón, y desde los años noventa en que ambas economías han atravesado también problemas con otros países asiáticos, tarea financiadora a la que en los últimos años se han sumado China (cuyas reservas rondan los 800.000 millones de dólares) e incluso recientemente la India (cuyas reservas llevan camino de los 200.000 millones de dólares). Por eso el euro, el yen, el yuan (cuya revaluación reclaman desde hace años sin éxito los EEUU), y ahora la rupia india, han erosionado la hegemonía del dólar.

## **Bibliografía**

- DORNBUSCH Rudiger, (1993), “*La macroeconomía de una economía abierta*”. Barcelona: Antoni Bosch.
- DOUGLAS Irwing, (2010), “Did France cause the great depression?”, National Bureau Of Economic Research.
- EICHENGREEN Barry y SACHS Jeffrey, (1986), “Competitive devaluation and the great depression a theoretical reassessment”, Harvard University.
- EICHENGREEN Barry, (2004), “Global imbalances and the lessons of Bretton Woods”.
- GANDOLFO Giancarlo, (1995), “*International Economics II*”, 2ª edición, Berlin: Springer Verlag.
- MEESE Richard, (1990), “Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, pp. 117-134.
- RICARDS James (2001), “Currency wars”, Penguin group.
- BLOOMFIELD Arthur, (1959), “Monetary policy under the international gold standard, 1880-1914” Federal Reserve Bank of New York.

## **Páginas web consultadas**

<http://www.imf.org/>

<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>

<https://www.bundesbank.de/>

<https://research.stlouisfed.org/fred2/>

[www.centerforfinancialstability.org/](http://www.centerforfinancialstability.org/)

[www.bancomundial.org/](http://www.bancomundial.org/)