

# Ensayos Económicos

---

## **Los problemas de equidad entre acreedores, y entre deudores y acreedores, en la reestructuración de la deuda soberana**

Skylar Brooks, Martín Guzman, Doménico Lombardi y Joseph E. Stiglitz

## **Las economías emergentes y la arquitectura financiera internacional: el “privilegio exorbitante” del dólar es solo el síntoma de un problema estructural**

Jan Kregel

## **Inversión, financiamiento y la paradoja de la deuda en Minsky. Un análisis microeconómico aplicado a América Latina**

Esteban Pérez Caldentey y Alejandro González Castillo

## **Ambigüedad, aversión por la ambigüedad y reservas de valor en Argentina**

Eduardo Ariel Corso

## **Prebisch y el principio de reciprocidad.**

## **Una aplicación para el caso de la Política Automotriz Común entre Argentina y Brasil**

Ana Inés Gárriz y Demian Tupac Panigo

# 73

Diciembre de 2015



# Las economías emergentes y la arquitectura financiera internacional: el “privilegio exorbitante” del dólar es solo el síntoma de un problema estructural

**Jan Kregel\***

Levy Economics Institute

## Resumen

La respuesta de política del mundo desarrollado a la reciente crisis financiera ha generado un coro creciente de críticas al sistema financiero internacional por parte de los funcionarios gubernamentales de los mercados emergentes, relacionadas con las guerras cambiarias generadas por las políticas monetarias extraordinarias adoptadas por los bancos centrales de los países desarrollados. Las soluciones propuestas a esta problemática, como mayor coordinación de políticas, reemplazo del dólar por una moneda internacional de reserva y la creación de instituciones regionales para reemplazar al FMI dominado por Estados Unidos, no solo no consiguieron un apoyo significativo en el pasado sino que es poco probable que resuelvan las falencias denunciadas actualmente por las economías emergentes. Se sugiere, en cambio, avanzar en varias de las alternativas rechazadas en el debate anterior a Bretton Woods, como las cámaras o uniones compensadoras, las cuales podrían servir de base para un sistema financiero más estable y mejor adaptado a las necesidades de las economías emergentes.

*Clasificación JEL:* E42, E44, E52, F33, G01.

*Palabras clave:* Arquitectura Financiera Internacional, coordinación de políticas, dólar, economías emergentes, moneda de reserva internacional, sistema monetario internacional, política monetaria.

---

\* Este trabajo se basa en la presentación realizada en un panel durante las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina, que se llevaron a cabo el 18 de noviembre de 2014 en Buenos Aires. Las opiniones vertidas en el presente documento no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: kregel@levy.org.

# Emerging Market Economies and the Reform of the International Financial Architecture: The “Exorbitant Privilege” of the Dollar Is Only the Symptom of a Structural Problem

**Jan Kregel**

Levy Economics Institute

## Summary

The developed world’s policy response to the recent financial crisis has produced a growing chorus of criticism of the international financial system by emerging market government officials, related to the currency wars generated by the extraordinary monetary policies introduced by developed country central banks in response to the Great Recession. The proposed solutions to this developments, like increased policy coordination, replacing the dollar with an international reserve currency, and the creation of regional institutions to replace the US-dominated International Monetary Fund, not only have gained little support in the past, they are unlikely to remedy the faults decried by emerging market economies. We suggest that several of the alternatives rejected in the pre-Bretton Woods discussion, like compensation unions, could provide a basis for a more stable financial system suitable to the needs of emerging market economies.

*JEL:* E42, E44, E52, F33, G01.

*Keywords:* emerging economies, international financial architecture, international monetary system, international reserve currency, monetary policy, policy coordination, US dollar.

## I. Introducción - Críticas recientes de los mercados emergentes a la arquitectura financiera internacional

La respuesta de política del mundo desarrollado a la reciente crisis financiera ha generado un coro creciente de críticas al sistema financiero internacional por parte de los funcionarios gubernamentales de los mercados emergentes. El exministro de finanzas de Brasil se ha quejado de las guerras cambiarias generadas por las políticas monetarias extraordinarias adoptadas por los bancos centrales de los países desarrollados como respuesta a la Gran Recesión (Wheatley y Garnham, 2010). El cuestionamiento fue igualmente severo cuando se sugirió una posible reversión de estas políticas; el proceso de “tapering” en mayo de 2013 produjo una marcada volatilidad en los tipos de cambio y los flujos de capitales de las economías de los mercados emergentes (Wheatley, 2014).

El nuevo presidente del Banco Central de India se unió a este cuestionamiento a las políticas de los bancos centrales del mundo desarrollado, culpándolos de no haber tenido en cuenta el impacto de sus políticas en los mercados emergentes y exigiendo una mayor coordinación y cooperación de políticas (Goyal, 2014; Spicer, 2014). Por su parte, con el propósito de darle un mayor papel internacional a la moneda china, los funcionarios chinos también cuestionaron el rol dominante del dólar de Estados Unidos –evocando la crítica de su “privilegio exorbitante” lanzada por primera vez por el presidente francés Charles de Gaulle en los años 60.<sup>1</sup> E incluso antes de las actuales dificultades para gestionar el impacto de la caída del precio del petróleo en el rublo, Rusia se unió a China como propulsor del reemplazo del dólar por los DEG –los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional (China Briefing, 2010; Reuters Factbox, 2009; Oliver, 2009; Zhou, 2009).

Estas críticas a la arquitectura financiera internacional no son nuevas y, en realidad, reaparecen después de cada crisis financiera internacional. Tampoco son nuevas las soluciones propuestas: mayor coordinación de políticas, reemplazo del dólar por una moneda internacional de reserva y la creación de instituciones regionales o regidas por los mercados emergentes para reemplazar al FMI dominado por Estados Unidos. A pesar de ello, hubo pocas modificaciones reales al sistema de Bretton Woods fuera de la decisión unilateral de Estados Unidos en 1970 de renunciar a su compromiso del Acta Constitutiva del FMI de mantener una paridad fija entre el dólar y el oro.

---

<sup>1</sup> “El actual sistema monetario se basa en el privilegio exorbitante que disfruta Estados Unidos de poder cubrir el déficit de su balanza de pagos con sus propios dólares” (4 de febrero de 1965).

No solo estas propuestas de reforma no consiguieron un apoyo significativo en el pasado sino que es poco probable que resuelvan las falencias denunciadas actualmente por las economías emergentes. En realidad, hasta pueden empeorar las condiciones que estas economías enfrentan. Este trabajo aporta un debate de por qué estas propuestas de reforma son de escaso beneficio para el objetivo de contar con una arquitectura financiera internacional que respalde a los países en desarrollo. Sugiere que varias de las alternativas rechazadas en el debate anterior a Bretton Woods podrían servir de base para un sistema financiero más estable y mejor adaptado a las necesidades de las economías emergentes. Si estas economías desean cumplir su objetivo de sumarse al grupo de países desarrollados e industrializados, deben utilizar su influencia económica y política para apoyar un cambio radical en el sistema financiero internacional.

## **II. La quimera de una mayor coordinación de políticas**

Inmediatamente después de la decisión de Estados Unidos de ponerle fin a la paridad entre el oro y el dólar y del colapso de los Acuerdos Smithsonianos para preservar los tipos de cambio fijos, la coordinación de políticas para garantizar la estabilidad del tipo de cambio fue casi la única función que le quedó al FMI. Inicialmente llevada a cabo a través de préstamos con condicionalidades de política y de los informes del Artículo IV, ahora se ha ampliado para considerar interconexiones más sistémicas de las políticas fiscales y monetarias nacionales bajo la forma de lo que se denomina el “Spillover Report”, que busca identificar el impacto de las políticas económicas de los países miembros más allá de sus fronteras (FMI, 2014). Pero es revelador que los intentos por dar mayor poder al FMI para imponer la coordinación de políticas haya producido escasos resultados, e incluso escepticismo, entre el personal del FMI (Blanchard, Ostry y Ghosh, 2013). Es revelador también que hasta los modestos intentos por ajustar las cuotas de los mercados emergentes y la estructura de gobierno del Fondo, acordados después de la crisis asiática de 1997, no hayan sido aprobados todavía. En verdad, los principales foros para la coordinación hoy son el G-20 y el Foro de Estabilidad Financiera, ambos dominados también por las preferencias de política de Estados Unidos.

Pero lo que es aún más importante es que hay escasa evidencia histórica que demuestre que la coordinación de políticas sea beneficiosa para la estabilidad del sistema internacional. El ejemplo más conocido de coordinación de política monetaria fue el apoyo brindado por el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York para facilitar el retorno de la libra esterlina al patrón oro en la década de 1920. En respuesta a la crisis de posguerra a principios de los años 20, la Reserva Federal generó condiciones de mercado favorables al objetivo británico, pero ese mismo respaldo después del regreso al oro en presencia de un fuerte aumento de los precios de los valores en Estados Unidos se considera, en general, como la base de la euforia de los mercados bursátiles que derivó en el crac de septiembre de 1929.<sup>2</sup> Y el daño colateral de esta política fue un creciente flujo de fondos de corto plazo hacia Alemania que exacerbaron el problema de encontrar una solución equitativa para las deudas entre los Aliados y las reparaciones alemanas.<sup>3</sup>

Más recientemente, la cooperación internacional fue el bastión de las medidas tomadas para resolver la sobrevaluación del dólar y luego la abrupta caída inmediatamente posterior a los Acuerdos de Plaza y Louvre. Según Toyoo Gyohten, el fracaso de estos esfuerzos de coordinación fue la causa principal del colapso del mercado bursátil del 19 de octubre de 1987, conocido como Lunes Negro.<sup>4</sup> Con posterioridad, la necesidad de permitir que Estados Unidos bajara las tasas sin una depreciación adicional del dólar derivó en reducciones de la tasa de interés por parte del Banco de Japón en presencia de una burbuja galopante en el precio de las acciones y las propiedades, lo que precipitó el colapso del mercado japonés a fines de 1989, dando lugar a 25 años de estancamiento y al nacimiento de las políticas de tasa de interés cero que ahora lamentan las economías de los mercados emergentes.

---

<sup>2</sup> Con referencia a la reunión promovida por Montagu Norman, y organizada por Benjamin Strong, que incluyó a Hjalmar Schacht y Charles Rist (representando a Émile Moreau), para coordinar la política de respaldo a la libra esterlina, Stephen Clarke observa que *“el instrumento básico, al igual que en 1924, fue una relajación de la política monetaria que, a la luz del auge de los siguientes dos años y del crash de octubre de 1929, habría de ser una de las acciones más controvertidas en la historia del Sistema de la Reserva Federal”* (Clarke, 1967, p. 124).

<sup>3</sup> Schacht explica que *“no había sido posible cumplir con las exigencias del Plan Dawes y pagar las deudas de las reparaciones con los excedentes de exportaciones. Ni una sola vez en el transcurso de los cinco años anteriores habíamos logrado tener excedente. Todo lo contrario, habíamos cumplido con todos los pagos de reparaciones con préstamos que recibimos de otros países durante esos años, un sistema que no podía continuar indefinidamente. El interés aumentaría nuestro endeudamiento año tras año y los préstamos en sí no necesariamente seguirían llegando”* (Schacht, 1955, p. 248).

<sup>4</sup> *“El crash dio lugar a innumerables explicaciones pero estoy convencido de que la causa fundamental fue la imposibilidad de llegar a resultados reales en la coordinación de las políticas macroeconómicas de las siete potencias económicas centrales”* (Volcker y Gyohten, 1992, p. 268).

Un problema claro que enfrenta la coordinación y que es citado tanto por Gyohten como por Paul Volcker, es el hecho de que la coordinación se ha referido de modo predominante a la política monetaria, con una ausencia de coordinación respecto de la política fiscal: *“Cualesquiera sean sus méritos económicos, el uso flexible de la política fiscal es políticamente difícil. Esta dificultad es lo que limita de manera tan marcada el potencial de llegar a una coordinación internacional de las políticas económicas”* (Volcker en Volcker y Gyohten, 1992, p. 292). Estas dificultades parecen haber incluso aumentado en la respuesta actual a la crisis financiera.

Lamentablemente, aunque la coordinación de políticas parece haber sido más la regla que la excepción en tiempos pasados, no tiene buenos antecedentes a la hora de generar resultados positivos, y es escasa la evidencia que sugiere que alguna vez podrían concebirse intentos que consideraran el impacto de las políticas monetarias domésticas en otros países que terminarían brindando resultados mutuamente beneficiosos.

### **III. Una moneda de reserva internacional**

Desde el momento de la devastadora crítica de Robert Triffin al patrón oro-dólar de Bretton Woods (Triffin, 1960), los problemas de utilizar una moneda nacional como divisa de reserva internacional en un sistema de tipos de cambio estables son bien conocidos. Pero, en lugar de brindar una solución innovadora al problema, las propuestas actuales que buscan reemplazar al dólar por una moneda de reserva internacional parecen estar basadas en la creencia de que esto podría proporcionar un sistema de coordinación implícita de políticas similar al que se supuso que regía bajo el patrón oro internacional. Si cada país fuera responsable de mantener el contenido en oro de su moneda doméstica, no habría necesidad de una coordinación internacional explícita; sería impuesta por el ajuste de mercado de los flujos comerciales a los cambios en los precios relativos del oro para los bienes transables y no transables. Sin embargo, es difícil ver cómo una moneda internacional independiente operaría de manera diferente del funcionamiento real del patrón oro. De hecho, el sistema de Bretton Woods fue un intento de huir de la inestabilidad provocada por el retorno británico al patrón oro en la década de 1920.

### **III.1. Crítica de Keynes a los patrones internacionales**

Tal como señalara Keynes, la cooperación internacional provista bajo el patrón oro no fue equitativa ni estabilizadora: *“La razón principal del fracaso [...] del patrón metálico internacional libremente convertible”, escribió, radica en “que deposita la carga principal del ajuste en el país que está en posición deudora en la balanza de pagos internacionales”* (Keynes, 1980, p. 27). *“Ha sido una característica típica de la moneda metálica internacional automática [...] forzar ajustes en la dirección más disruptiva del orden social y depositar la carga en los países que menos pueden respaldarlo, haciendo que los pobres sean más pobres”* (Keynes, 1980, p. 29).

En realidad, el comportamiento histórico del patrón oro confirma esta apreciación. Cuando los países deudores enfrentan un ajuste a través de la restricción del crédito y una caída de los precios internos, la presión sobre el sistema financiero deriva en una suspensión del patrón oro, mientras que los países acreedores resisten la expansión del crédito y los aumentos de precios limitando la convertibilidad e implementando políticas antiinflacionarias.<sup>5</sup> Por lo tanto, si bien a menudo se explica la insistencia de Keynes por un ajuste simétrico como un deseo de permitir al Reino Unido la implementación de políticas que maximizaran el empleo e impidieran una deficiencia sistémica de la demanda global, existe una explicación más trascendental relacionada con la naturaleza desestabilizadora de un sistema basado en un patrón internacional.

Tal como observara Keynes:

*“El principal efecto de [cualquier patrón internacional] es asegurar la uniformidad de movimiento en los diferentes países –cada uno debe ajustarse al comportamiento promedio de todos los demás. [...] La desventaja radica en que dificulta la tarea de cada banco central a la hora de enfrentar sus propios problemas nacionales”* (Keynes, 1971b, pp. 255-56).

Como resultado, para Keynes, la existencia de un patrón internacional libremente convertible, en vez del ajuste asimétrico, es lo que restringe la autonomía de una nación para la implementación de su política económica.

---

<sup>5</sup> Las diversas medidas utilizadas por los bancos centrales para administrar el proceso de ajuste “automático” del patrón oro se detallan en Bloomfield (1959).



Además, Keynes identificó “un defecto adicional” en la supuesta coordinación automática del ajuste bajo el patrón internacional libremente convertible: *“el envío y la aceptación de capitales extranjeros para ayudar a los refugiados y con fines especulativos o de inversión”* (Keynes, 1980, p. 30). Y, a diferencia de lo ocurrido en periodos anteriores, *“los capitales fluyeron de países con una balanza comercial adversa a países con una balanza favorable. Esta fue, en definitiva, la causa principal de la inestabilidad”* (Keynes, 1980, p. 31). Su conclusión fue que dado *“que no tenemos garantía de que esto no se repita después de la guerra actual [...] nada es más seguro que el hecho de que los movimientos de capitales deben regularse”* (Keynes, 1980, p. 31).<sup>6</sup>

En verdad, una característica del sistema de Bretton Woods post-Smithsoniano ha sido la tendencia de los capitales internacionales a circular de los países deudores a los países acreedores. Esto se vio por primera vez en Europa cuando los fondos especulativos fluyeron hacia Alemania, obligando a repetidos ajustes del tipo de cambio, y también en la economía global en los flujos netos negativos de recursos financieros de los países en desarrollo a los países desarrollados en los años 80. Del mismo modo que los miembros del euro no evitaron la inestabilidad financiera cuando el “patrón interregional” único reemplazó al marco alemán, es poco probable que los países emergentes encuentren una solución a sus quejas si el dólar es reemplazado por los DEG o por otra moneda de reserva internacional.

### **III.2. Acuerdos regionales o de grupos de pares**

Las propuestas más innovadoras de los países emergentes han incluido la creación de instituciones financieras regionales o de grupos de pares tales como el banco de los BRICS, el Banco del Sur y el Banco Asiático de Inversiones en Infraestructura, así como la introducción de acuerdos de *swaps* de monedas entre los países emergentes para reducir la dependencia al dólar para los pagos bilaterales. Estos acuerdos no parecen evitar los problemas que enfrenta el FMI para promover la coordinación, más allá de reducir el número de participantes y eliminar de manera ostensible el rol de Estados Unidos. Sin embargo, la mayor

---

<sup>6</sup> *“Durante el siglo XIX y hasta 1914, el flujo de capitales había circulado de los países acreedores a los países deudores, lo que en términos generales se correspondía con los países más viejos y los países más jóvenes, y había servido al mismo tiempo para mantener el saldo de los pagos internacionales en equilibrio y para desarrollar recursos en los territorios subdesarrollados”* (Keynes, 1980, p. 30). Se trata de una evaluación muy similar a la de Raúl Prebisch en relación con el impacto de los flujos de capitales en el desarrollo de América Latina en el siglo XIX.

parte de estos acuerdos de préstamos incluyen, en algún nivel, un programa de condicionalidad del FMI, y esto no evita la influencia indirecta de Estados Unidos. Además, no resuelven el problema de la moneda de referencia o de reserva a utilizarse en estas instituciones. Y los que proponen una unidad monetaria común, como es el caso del Banco del Sur, no resuelven los problemas que identificó Keynes respecto del patrón internacional convertible, o los que se observaron en la zona del Euro en términos de brindar un *mix* de políticas común, pero no óptimo, para todos los países involucrados. En realidad, reemplazar al dólar por otra unidad monetaria nacional o una unidad internacional independiente no elimina los problemas de las economías emergentes con el funcionamiento del FMI. Hace falta una solución más radical, una solución que fuera inicialmente debatida en la década de 1940 pero que con el tiempo fue rechazada debido a la resistencia de Estados Unidos.

#### **IV. El camino no tomado hacia a una reforma internacional radical**

Tal como señalara Keynes en sus propuestas para la reforma monetaria internacional de posguerra, el hecho de que:

*“... el problema de mantener el equilibrio en la balanza de pagos entre los países nunca se haya resuelto, desde que los métodos del trueque dieron paso al uso del dinero y las letras de cambio [...] ha sido una causa importante del empobrecimiento e incluso del descontento social y hasta de guerras y revoluciones”* (Keynes, 1980, p. 21).

Sus propuestas para el sistema financiero posterior a la Segunda Guerra Mundial buscaron una solución al problema evitando las dificultades provocadas por el Tratado de Versalles, representadas en su primer y popular libro “The Economic Consequences of the Peace” (Keynes, 1919). En verdad, es difícil entender el debate sobre las finanzas internacionales de posguerra sin una referencia a los problemas financieros del Tratado de Versalles y los Planes Dawes y Young respecto de las reparaciones alemanas y las deudas de los Aliados con Estados Unidos.

Los problemas generados por los pagos de las reparaciones alemanas dieron lugar a dos principios fundamentales: (1) que las reparaciones solo podían realizarse con las exportaciones netas de productos y servicios y no mediante excedentes fiscales y transferencias financieras; y (2) que esto solo podía lograrse si el país receptor estaba dispuesto a abrir sus mercados domésticos y aceptar un

déficit externo. La formulación de las propuestas para el sistema de posguerra estuvo dominada por la necesidad de asegurarse de que la ausencia de estas dos condiciones, que habían derivado en flujos de capitales internacionales y tipos de cambio volátiles, no debía repetirse.

A medida que el pensamiento de Keynes fue evolucionando, empezó a cobrar importancia un tercer principio fundamental, al que Keynes denominó “*el principio bancario*” y al que definió como “*la igualdad necesaria entre débitos y créditos, entre activos y pasivos. Si los créditos no pueden salir del sistema bancario sino solo transferirse dentro de él, el Banco en sí nunca podrá estar en problemas*” (Keynes, 1980, p. 44). Pero este principio no se refería a la creación de crédito mediante la creación de depósitos bancarios. Era motivado por la aplicación de su teoría de la preferencia por la liquidez y la demanda efectiva. Keynes, culpó al patrón oro porque el ahorro de los países acreedores bajo la forma de tenencias de oro redujo la liquidez global y, por consiguiente, la capacidad para financiar la demanda global.

Con el tiempo, el principio bancario se convirtió en el eje central de las propuestas de Keynes para la existencia de una unión compensadora mediante la cual los créditos estuvieran automáticamente disponibles para que los gasten los países deudores. Esto fue de enorme beneficio para el Reino Unido, dado que significó que el financiamiento de las importaciones requeridas para la reconstrucción iba a estar automáticamente disponible sin la necesidad de acumular saldos en dólares a través de las ventas derivadas de las exportaciones (o mediante el endeudamiento con Estados Unidos). Por otro lado, los Estados Unidos lo consideraron un compromiso ilimitado con el financiamiento de la reconstrucción de Europa, convirtiendo a la propuesta en un anatema para los negociadores de Estados Unidos.<sup>7</sup>

Una de las soluciones iniciales para el problema de las reparaciones que es relevante para las preocupaciones de los mercados emergentes, porque tuvo en cuenta el papel de los países en desarrollo, fue propuesta por Hjalmar Schacht a Owen Young durante la reunión de la Comisión de Expertos celebrada en París en 1929: una “Cámara Compensadora” internacional o Banco de Pagos Internacionales (vea Lüke, 1985). La idea detrás del plan consistía en resolver las dificultades que enfrentaba la industria alemana para producir con la finalidad de exportar, debido a la pérdida de materias primas provenientes de sus excolonias,

---

<sup>7</sup> En realidad, la crítica de los banqueros privados al plan radicaba en que se trataba de malas prácticas bancarias, dado que los préstamos eran automáticos sin *due diligence* ni evaluación del crédito.

y a la dificultad para penetrar en los mercados de exportación de sus acreedores. La cámara compensadora otorgaría préstamos a los países en desarrollo para respaldar la provisión de materias primas a Alemania y crear mercados en estos países para las exportaciones alemanas. Schacht señala que su objetivo fue:

*“... tomar medidas decisivas para fortalecer el comercio exportador alemán con la finalidad de lograr un excedente. [...] La historia económica de las últimas décadas ha proporcionado pruebas convincentes de que los préstamos debían utilizarse sobre todo para ayudar a los países subdesarrollados a utilizar en su totalidad sus materias primas e industrializarse gradualmente. Antes de la guerra, los mercados de capitales europeos habían suministrado los fondos a través de préstamos para el progreso económico de los estados subdesarrollados de América del Sur y los Balcanes y muchos otros territorios extranjeros. Inglaterra, Francia, Alemania, etc., no habían necesitado préstamos del exterior: todo lo contrario, habían sido acreedores y proveedores de capital para los países subdesarrollados. Alemania era ahora un país empobrecido y ya no podía otorgar préstamos a otros. Si los Aliados realmente deseaban ayudarla a cumplir con las obligaciones derivadas de las reparaciones, debían otorgar préstamos a los países subdesarrollados y, por ese medio, poner a estos últimos en una posición que les permitiera comprar su equipamiento industrial a Alemania. No sería de ninguna utilidad que Alemania tuviera que competir en los mercados mundiales existentes contra otros estados industrializados europeos como había hecho hasta ese momento” (Schacht, 1955, pp. 247-8).*

Este objetivo nunca se concretó pero la propuesta constituyó la base del Banco de Pagos Internacionales, con el objetivo reducido de administrar los pagos de las reparaciones.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> El esquema era una primera representación de un vehículo de propósito especial en manos de los principales bancos centrales y capitalizado con una emisión especial de cinco mil millones de marcos de oro en bonos de descuento alemanes para respaldar el otorgamiento de créditos contables a los bancos centrales, los gobiernos y otros prestatarios garantizados para promover el financiamiento a los países en desarrollo. Dado que los préstamos “solo se otorgarían bajo la forma de créditos contables, [...] los reembolsos se realizarían desde otra cuenta con la misma institución o en efectivo, y [...] los bancos centrales podrían utilizar los créditos obtenidos como cobertura para sus respectivas divisas. Por consiguiente, las obligaciones alemanas habrían de utilizarse como base para la expansión del crédito internacional, facilitando la movilización de los créditos sobre Alemania hasta un monto de 10.000 millones de Marcos de Oro [...] puntualmente y sin dificultades de transferencia, dado que la transferencia solo podía realizarse de una cuenta a otra” (Lüke, 1985, p. 73). Como Alemania no podía calificar para los préstamos, “la delegación de Estados Unidos vio en ella una herramienta [...] para exponer a los países vecinos y acreedores de Alemania a la inflación” y, como consecuencia, el plan nunca llegó a implementarse.

Los planes de reforma que se discutieron a principios de los años 40 se desarrollaron sobre la base de otro de los esquemas de Schacht: el “Nuevo Plan”, basado en “Cuentas de Compensación” bilaterales. En su carácter de ministro de economía, aplicó *“el principio simple de que Alemania debe abstenerse de comprar más de lo que puede pagar, para evitar la acumulación de deuda externa que haría aún más difícil establecer una balanza comercial apropiada en el futuro”* (Schacht, 1949, p. 80). Dado que el *“sistema de cupos de importación [de los países acreedores] tenía mercados cerrados a los productos alemanes”*, Schacht se propuso:

*“... encontrar países que estuvieran dispuestos a vender sus productos no contra un pago en su propia moneda sino contra [...] los productos alemanes [...]. La mejor solución consistía en establecer ‘cuentas de compensación’. Los países extranjeros que nos vendan productos tendrían el monto de nuestras compras acreditado en su cuenta en moneda alemana y con esto podrían entonces comprar cualquier cosa que quisieran a Alemania”* (Schacht, 1949, pp. 80-1).

Dado que Alemania tenía un déficit bilateral con la mayoría de los países, esto derivó en “saldos acreedores bloqueados” de marcos (*Reichsmarks*), o los que se conocían como marcos bloqueados (*Sperrmarks*), que solo podían utilizarse para determinados tipos de pagos, ya sea a exportadores o bonistas del exterior, haciendo necesaria una demanda de exportaciones para liberarlos.<sup>9</sup> Tal como observa Johan Beyen:

*“... los gobiernos [acreedores] tenían que aceptar cualquier cosa que Alemania estuviera preparada para entregar; y estaban dispuestos a hacerlo porque las compras alemanas resolvían su problema de desempleo. Puede haber alguna exageración en la historia de que los países balcánicos tuvieron que comprar armónicas que a ninguno de sus habitantes les interesaba tocar, o aspirinas en cantidades que podrían haber envenenado a poblaciones enteras. [...] los acuerdos de compensación le permitieron al gobierno alemán ‘modular’ sus importaciones y exportaciones y adaptar su comercio internacional a sus necesidades de rearme”* (Beyen, 1951, pp. 106-7).

---

<sup>9</sup> Sin estos antecedentes, es difícil entender la cantidad de espacio otorgada en la propuesta de Estados Unidos a estos saldos, y la preocupación del Reino Unido por la resolución de los saldos en libras esterlinas con sus socios del Commonwealth en cualquier esquema de posguerra.

Por consiguiente, si bien no fue el plan de cámara compensadora de Schacht de 1929, su sistema de acuerdos de compensación bilaterales sentó las bases de los Planes de Keynes y White para una arquitectura financiera internacional estable. Keynes expresó estas ideas iniciales para el sistema de posguerra en estos términos: *“La virtud del libre comercio depende de que se lo lleve a cabo por medio de lo que, en realidad, es trueque. Después de la última guerra, el laissez-faire en el mercado de cambios derivó en el caos”* (Keynes, 1980, p. 8). Señaló, en este sentido, que fue Schacht quien proporcionó:

*“... los gérmenes de una buena idea técnica, que consistió en [descartar] el uso de una moneda que tuviera validez internacional y sustituirla por lo que de hecho era un trueque, no entre individuos sino entre diferentes unidades económicas. De este modo, pudo volver a la naturaleza esencial y al propósito original del comercio mientras se descartaba el aparato que se había supuesto que lo facilitaría pero que en verdad lo estaba sofocando”* (Keynes, 1980, p. 23).

Pero Keynes le garantizó a sus críticos que esto *“no significa que habría un trueque directo de productos por productos sino que toda transacción comercial debe necesariamente encontrar su contraparte en otra transacción comercial tarde o temprano”* (Keynes, 1980, p. 18).

La propuesta de Keynes se basó en la idea simple de que la estabilidad financiera se basaba en un equilibrio entre las importaciones y las exportaciones, y que cualquier desvío de ese equilibrio proporcionaba un financiamiento automático a los países deudores por parte de los países acreedores mediante una cámara de compensación global o un sistema de liquidación para el comercio y los pagos de cuenta corriente. Esto eliminaba los pagos en moneda nacional para las importaciones y exportaciones; los países recibían créditos o débitos en una unidad de cuenta atada a la moneda nacional. Dado que la unidad de cuenta no podía negociarse, comprarse o venderse, no sería una divisa internacional de reserva. De ello resultaba que no habría necesidad de un mercado para la moneda “extranjera” o los saldos de reserva y, por lo tanto, tampoco habría un impacto de los tipos de cambio volátiles en los precios relativos de los bienes internacionales, o de los bienes transables o no transables. Además, la creación automática de crédito significaba que el Reino Unido no se vería limitado por sus reservas en oro inexistentes o su falta de

saldos en dólares para el financiamiento de sus necesidades de importaciones para la reconstrucción.<sup>10</sup>

Dado que los créditos con la cámara compensadora solo podrían utilizarse para compensar los débitos resultantes de las importaciones y, si no se utilizaban para este fin, con el tiempo se extinguirían, la carga del ajuste se compartía por partes iguales: el crédito generado por los excedentes tenía que utilizarse para realizar compras externas a los países que tenían saldos deudores. Alternativamente, podían utilizarse para comprar activos externos –inversión extranjera directa o de cartera– pero el tamaño de estas compras se limitaría estrictamente al saldo acreedor con la cámara compensadora del país con excedente. Una vez acordado el límite al tamaño de los débitos y créditos multilaterales para cada país –su “cupos”– se aplicarían penalidades bajo la forma de cargos por intereses, ajustes de tipo de cambio, confiscación, o exclusión de la cámara compensadora, y los saldos pendientes se reducirían automáticamente. Aunque las propuestas iniciales de Keynes no tomaban en cuenta a los países en desarrollo, los proyectos subsiguientes sugieren que los cargos por intereses sobre los saldos acreedores y deudores generados podían ser otorgados como créditos adicionales para dar respaldo a las cuentas compensadoras de los países en desarrollo (Keynes, 1980, p. 120).

Otra ventaja que Keynes atribuyó a su plan fue que era multilateral por naturaleza, a diferencia de los acuerdos de compensación de Schacht. Además, evitaba el problema de los saldos bloqueados y la multiplicidad de tipos de cambio para los diferentes tipos de saldos y los distintos países, que habían sido característicos de los tipos de cambio bajo los acuerdos bilaterales. Estos dos atributos fueron considerados como objetivos prioritarios de cualquier acuerdo de posguerra y también estuvieron presentes en la propuesta de Estados Unidos y expresamente incluidos en el Acta Final de los acuerdos de Bretton Woods.

---

<sup>10</sup> Obsérvese que mientras que la propuesta de cámara de compensación de Schacht de 1929 consistía en crear financiamiento y demanda para las exportaciones, la cámara de compensación de Keynes se proponía crear fuentes de financiamiento para la evidente necesidad de importaciones para la reconstrucción frente a la pérdida de los mercados de exportación y de activos del exterior. Del mismo modo que los Aliados no estuvieron dispuestos a abrir sus mercados a las exportaciones de Alemania en la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos no estuvo dispuesto a brindar lo que se planteaba como un crédito ilimitado para las importaciones del Reino Unido; la propuesta norteamericana requería, entonces, menores compromisos de garantías iniciales para unirse al esquema.

## V. Keynes no estuvo solo en su propuesta de solución “compensadora”

Keynes no estuvo solo cuando propuso que un banco “compensador” fuera la base de la reforma del sistema internacional en la década de 1940.<sup>11</sup> Un esquema similar, más estrechamente ligado al sistema de letras de cambio existente en ese entonces como forma de pago bajo el patrón oro, apareció en un folleto publicado de forma anónima, “A Twentieth Century Economic System”, que se cree que fue redactado por William Francis Forbes-Sempill, 19º Lord Sempill, quien sostenía que:<sup>12</sup>

*“... es necesario establecer un sistema de comercio internacional bajo el cual el problema descansa de forma equitativa y directa en los hombros de cada nación, respecto de cómo se propone tomar los pagos de sus exportaciones: si no toma el pago bajo la forma de importaciones, simplemente regalará sus exportaciones. El problema tendrá que ver entonces con la liquidación, no entre las naciones, sino dentro de cada nación entre las industrias exportadoras, que querrán seguir exportando, y las nuevas industrias, que enfrentarán el dilema de ver la ruina de sus mejores clientes, las industrias de exportación, o permitir que ingresen las importaciones para pagar esas exportaciones. [...] Estados Unidos ya ha mostrado el camino hacia el nuevo sistema con la Ley de Préstamo y Arriendo (Lease-Lend Act). En ella, aceptó el principio de que las naciones solo pueden pagar los bienes y servicios con bienes y servicios”* (Economic Reform Club, 1941, pp. 29-30).

La propuesta requería la creación de un “Mercado Internacional de Cambios” o “Banco Compensador” que operaría con letras de cambio en moneda extranjera emitidas para financiar el comercio de bienes y servicios. Por ejemplo, un exportador de Estados Unidos que extiende una letra de cambio sobre un importador del Reino Unido crea un crédito sobre el Reino Unido, que descuenta en su

---

<sup>11</sup> Una nota del volumen 25 de las Obras Compiladas (Collected Works) de Keynes (1980, p. 21, n. 5) indica que Keynes recibió un plan preliminar para un acuerdo de unión compensadora escrito por E. F. Schumacher, pero no hay indicios de que tuviera alguna influencia en el desarrollo de las ideas de Keynes.

<sup>12</sup> Publicado por Economic Reform Club con un prefacio fechado en agosto de 1941, el folleto tuvo al menos tres ediciones, por un total de 16.000 copias desde noviembre de 1941 a junio de 1942. Los proyectos iniciales de unión compensadora de Keynes son de diciembre de 1940. El contenido del folleto fue presentado por Lord Sempill en un debate de la Cámara de los Lores (Sempill 1941) y en debates subsiguientes sobre el tema de la planificación de posguerra (Debate Parlamentario, Cámara de los Lores [5th ser.] [1942] 115–78; [1943] 102–9). Una crítica negativa al documento publicada en el Social Creditor de Australia (de 1943) indica que Sempill fue el autor. Los integrantes del Economic Reform Club tenían relaciones con grupos anticomunistas, fascistas y antisemitas. Tiempo después se confirmó que Sempill, un estrecho confidente de Churchill, era un espía que operaba para los japoneses y se le atribuye haber proporcionado ayuda e incluso incitado al ataque sobre Pearl Harbor.



banco local por dólares. Luego, el banco del exportador descuenta la letra en la Agencia de Control de Cambios de Estados Unidos contra el documento que prueba el embarque de los productos. Así, la agencia norteamericana tiene un crédito en libras esterlinas que podría venderse a un importador norteamericano que tiene una letra emitida en su contra por un exportador del Reino Unido. Entonces, es el importador norteamericano el que paga en dólares al exportador de ese mismo país en lugar de hacerlo al importador del Reino Unido. Se produce una compensación similar cuando el importador británico paga la letra abonando en libras esterlinas en su banco local, el que recibe un crédito en libras con la Agencia de Control de Cambios del Reino Unido, la que a su vez tiene ahora un crédito en dólares disponible para la venta a un importador británico. Dado que todas las transacciones se realizan entre residentes locales en la misma moneda doméstica, *“el comercio internacional se realizaría [...] mediante un sistema de contra-cuenta”* (Economic Reform Club, 1941, p. 32). La propuesta señala que, de este modo, la confrontación es entre importadores y exportadores del mismo país –en lugar de tratarse de una competencia entre países respecto de sus saldos comerciales– y, como tal, actuaría en beneficio de una paz global.<sup>13</sup>

Esta fue, de hecho, la forma en que se financió el comercio bajo el patrón oro, mediante el uso de letras en libras esterlinas sobre Londres, con excepción de que los desequilibrios se ajustaban por medio del flujo de letras de financiamiento a corto plazo entre los dos países.<sup>14</sup> Cuando un desequilibrio era tan grande que provocaba un movimiento en el tipo de cambio superior a los costos del embarque de oro –los puntos del oro– entonces el oro se transferiría físicamente y el tipo de cambio regresaría a la paridad.

Sin embargo, en este sistema, las Agencias de Control de Cambios aceptarían tener saldos acreedores hasta un determinado nivel, eliminando la necesidad del financiamiento de corto plazo. El esquema reproduce el objetivo de ajuste simétrico que proponía Keynes entre acreedores y deudores al sugerir que *“el país importador [es decir, el deudor neto] tendría derecho a cancelar el crédito, bajo una Ley de Prescripción, si no se utilizara dentro de los siete años”* (Economic Reform Club, 1941, p. 33). El sistema se torna multilateral cuando las Agen-

---

<sup>13</sup> Esto refleja el uso de “unidades” de Keynes al describir el plan de Schacht, que enfrentó los intereses de los exportadores contra los tenedores de deuda. En este caso, son los intereses de los importadores frente a los exportadores.

<sup>14</sup> Keynes proporciona una descripción de este sistema en el último capítulo de *Tract on Monetary Reform* (1971a), en el cual observa que estaría comprometido por la suspensión del patrón oro y sugiere la creación de mercados a término para brindar a los bancos la cobertura del tipo de cambio que antes proporcionaban los puntos del oro.

cias de Control de Cambios nacionales de todos los países tienen cuentas en un Banco Compensador del Mercado Internacional de Cambios donde los créditos pueden canjearse a tipos de cambio fijos contra terceros países. En ambos sistemas, la creación de crédito para los países deudores es automática, debido a los acuerdos de compensación y, por lo tanto, independiente de los mercados cambiarios y de capitales. Cada uno de ellos tiene la ventaja de proveer automáticamente los créditos de posguerra que necesitan los países con déficit, sin la necesidad de adquirir oro u otro medio de pago.

Ambas propuestas se basan en la creencia de que las importaciones solo pueden pagarse con exportaciones y que la estabilidad financiera internacional requiere desequilibrios restrictivos de la cuenta corriente con límites claros, los que, por extensión, imponen límites similares al grado de acomodamiento del déficit de la cuenta de capital y el aumento del endeudamiento externo de un país. En la práctica, los desequilibrios son limitados por las sanciones administrativas y monetarias al tamaño de los saldos deudores y acreedores mediante la negociación multilateral por parte de los miembros de la cámara compensadora. Se mantienen las monedas nacionales y se preserva la autonomía de la política nacional dentro de los límites de la divergencia permitida respecto del saldo externo. Los niveles y el ajuste del tipo de cambio también se determinan mediante una negociación con la cámara compensadora, para ser compatibles con el equilibrio externo. El plan de Keynes utiliza una unidad de cuenta –el *bancor*– pero no resulta necesaria, dado que podría lograrse el mismo resultado estableciendo tipos de cambio bilaterales en un sistema de compensación multilateral, como en la propuesta de Sempill. Por consiguiente, los esquemas mejoran el enfoque de Schacht eliminando el comercio bilateral administrado, los tipos de cambio múltiples y la manipulación de las divisas. En realidad, en su discurso inaugural ante la Cámara de los Lores, Keynes dijo que la naturaleza multilateral de estos esquemas era su aporte más importante.

## **VI. Similitudes entre los planes de compensación y de estabilización**

A este nivel, es comprensible que Keynes considerara que las propuestas de Estados Unidos a favor de un fondo de estabilización eran muy similares a la suya, porque se basaban en los mismos dos principios mencionados antes y en la creencia de que el saldo externo era relevante, y además incluían limitaciones

similares al tamaño del desequilibrio, impuestas por el acceso al tramo de oro y a los préstamos condicionales adicionales del Fondo sujetos a la consulta multilateral.<sup>15</sup> Aunque formalmente no incluía el ajuste asimétrico, el Artículo VII sobre divisas escasas establecía que la escasez de una moneda del Fondo (por ejemplo, la escasez de dólares, reflejada por un saldo acreedor excesivo de Estados Unidos) desencadenaría limitaciones respecto de la capacidad para financiar las importaciones en dólares y, de ese modo, habilitaría una discriminación contra las exportaciones estadounidenses para forzar el ajuste (si bien Keynes era escéptico respecto de que alguna vez se la invocara).

### ***VI.1. Diferencias entre bancos compensadores y fondos de estabilización***

Sin embargo, hubo dos diferencias básicas que provocaron un cambio radical en el pensamiento de Keynes sobre la reforma del sistema financiero. La primera fue que la *realpolitik* entendió que la cooperación estadounidense era necesaria y que Estados Unidos no aceptaría su propuesta de unión compensadora. Esto significaba que el tercer principio del enfoque de Keynes —el principio bancario— sería abandonado. No habría un financiamiento automático para las necesidades de reconstrucción del Reino Unido a través de créditos de compensación de los Estados Unidos, lo que convertía en necesarias las negociaciones por los préstamos con Estados Unidos. En lugar de crédito automáticamente otorgado, habría decisiones del Fondo que, con el tiempo, crearían condicionalidades al acceso por encima del tramo de oro, tras lo cual el Reino Unido buscaría una mayor autonomía, en particular con respecto a los ajustes del tipo de cambio. También significaba que el Fondo no podría utilizarse para los apremiantes problemas de la reconstrucción de Europa, que serían asumidos por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (y ello explica el súbito interés de Keynes por la formulación de esta institución). De este modo, no habría necesidad de apresurarse para iniciar las operaciones del Fondo, aceptando un punto que John Williams (1949) había enfatizado en sus propuestas cambiarias “Clave” (aunque existía la necesidad de una ratificación antes de que el interés político se desvaneciera). No obstante, Keynes estaba dispuesto a trabajar para mejorar el esquema de Estados Unidos en la creencia de que era importante tomar medidas para restablecer la compensación multilateral, y la participación de Estados Unidos era crucial para este objetivo.

---

<sup>15</sup> Del discurso inaugural de Keynes ante la Cámara de los Lores (1943): “*La mayoría de los críticos, en mi opinión, han exagerado las diferencias entre los dos planes, los cuales tienen su origen en el mismo clima de opinión y persiguen idéntico propósito*”.

## VI.2. Una diferencia fundamental: “No la vi venir”

Sin embargo, la mayor diferencia, a la que sin duda Keynes se hubiese opuesto, surgió en los últimos minutos de las negociaciones de Bretton Woods y pasó inadvertida hasta que se distribuyeron los detalles específicos del Acta Final: el papel del dólar en el centro del sistema. No hay mención alguna al rol del dólar en el Plan White ni en la Declaración Ministerial Conjunta. Sin embargo, según Armand Van Dormael:

*“Colocar al dólar junto al oro en el centro del sistema monetario de posguerra había sido el punto más importante para Harry White desde que comenzó a pensar en el tema. [...] En septiembre de 1943, Keynes le dijo a White que el Reino Unido no contemplaba la idea de ir a un patrón oro o un patrón dólar. [...] Cada vez que se planteó el tema, él rechazó categóricamente la idea de que debía darse al dólar un status especial”* (Van Dormael, 1978, pp. 200-1).<sup>16</sup>

Por consiguiente, la diferencia principal y crucial entre el Acta Final y las propuestas radicales de Keynes y Sempill fue la presencia de una moneda nacional como mecanismo de reserva para apoyar la estabilidad del tipo de cambio y, por lo tanto, como método para controlar los desequilibrios externos excesivos. Lo que Robert Triffin habría de identificar como el talón de Aquiles de la arquitectura financiera internacional de posguerra fue adoptado sin discutir sus implicancias. Su importancia radica en cómo cambia la forma en que se imponen los límites y

---

<sup>16</sup> Este cambio crucial en las propuestas “se realizó el 6 de Julio, en la reunión de las 14:30 del Comité 2 en una alternativa, presentada por el delegado de Estados Unidos, [que] establecía que ‘El valor de paridad de la moneda de cada miembro deberá expresarse en términos de oro, como un denominador común, o en términos de una unidad monetaria convertible a oro del mismo peso y pureza en vigencia al 1 de julio de 1944’ [...] No hubo más debate y la alternativa se aprobó [...] La segunda medida se tomó una semana después [...] Harry White era el presidente [...] Uno de los puntos a ser debatidos era la fecha en la cual los países que se unirían al Fondo debían realizar su contribución inicial de oro y divisas convertibles a oro. Este fue un punto menor y, dado que las ‘delegaciones no tenían tiempo para considerar el tema, el Comité acordó remitir esta cuestión directamente a su Comisión’. El delegado de India pidió una definición de moneda convertible al oro, tal como se había debatido, y de la cual Keynes había dicho que no existía. La pregunta tal como fue formulada se refería solo a las contribuciones convertibles a oro, y no al valor de paridad de las divisas. Robertson, en contra de las instrucciones de Keynes, pero como delegado británico responsable, sugirió que las expresiones ‘oro y moneda convertible a oro’ fueran reemplazadas por ‘tenencias oficiales netas de oro y dólares de los Estados Unidos’, y subrayó que esto involucraría varios cambios en otros lugares. Esta fue la oportunidad para White. Utilizando su autoridad como presidente, derivó el tema a un comité especial, que lo tomó sin discusión [...] El reemplazo de ‘oro’ por ‘oro y dólares de Estados Unidos’ pasó inadvertido en el documento de noventa y seis páginas que los presidentes de las delegaciones firmarían pocos días después. Independientemente de que alguno de ellos lo haya notado o entendiera sus implicancias, todo indica que ninguno de ellos expresó sus reservas sobre el tema. Keynes lo descubriría tiempo después, cuando estudió el Acta Final” (Van Dormael, 1978, pp. 201-3).

las sanciones a los desequilibrios en los pagos. En las propuestas de Keynes y Sempill, es el impuesto o cargo por intereses en los saldos acreedores y deudores, y la negociación multilateral sobre remedios adicionales, tales como el ajuste del tipo de cambio, cuando se infringen los límites. En el sistema final de Bretton Woods, los límites a los desequilibrios están dados por la capacidad para preservar el valor de paridad de la moneda nacional y, dada la concentración de oro que había en los Estados Unidos, sobre la capacidad del país para generar reservas en dólares. Más allá de este límite, había una extensión automática dada por la capacidad de retirar el tramo de oro pero, después de eso, surgía la condicionalidad aplicada por el personal del Fondo al programa de préstamos adicionales. Por lo tanto, este enfoque se basaba en la expansión de las reservas de dólares en el resto del sistema, lo que requería que Estados Unidos se transformara en un deudor serial y, tal como señaló Triffin, esto reduciría su capacidad para preservar el valor en dólares del oro. Este sistema preservó la determinación de mercado de los tipos de cambio, y la actividad especulativa relacionada con el posible ajuste de las paridades, a través de los que se describieron como los “gnomos de Zurich” pero que simplemente eran los flujos de capitales de corto plazo realizando una apuesta en una sola dirección sobre el ajuste de las paridades.

Una vez más, Keynes demostró estar en lo correcto respecto del rol desestabilizador del ajuste asimétrico (era optimista con respecto a la falta de dólares; creía que pronto desaparecería, convirtiéndose en irrelevante a la cláusula de “moneda escasa”), porque esto también demostró ser la ruina del sistema dólar-oro. Cuando Estados Unidos tuvo que enfrentar una pérdida de sus reservas de oro por debajo del nivel requerido para rescatar las acreencias en dólares en circulación a la paridad de Bretton Woods, ejecutó una serie de medidas administrativas, como la igualación de las tasas de interés y la Operación Twist, en lugar del ajuste interno. Cuando estas medidas fracasaron, y frente a la negativa de Alemania y otros países a revaluar, Estados Unidos sencillamente abandonó el sistema, que es lo que lo ocurrió, por supuesto, bajo el patrón oro: el país con déficit suspendería la convertibilidad cuando la carga del ajuste fuera demasiado grande.

## **VII. Bretton Woods pierde el control de los equilibrios externos**

Después del colapso del Acuerdo Smithsonian y la introducción de los tipos de cambio flexibles, el advenimiento de los flujos de capital privados en los mercados internacionales colocó al tercer elemento de inestabilidad de Keynes en el centro del escenario, y los flujos de capitales hicieron que los recursos de los

que disponía el FMI parecieran irrelevantes. Además, volvió a crear el problema del endeudamiento internacional. Pero el auténtico problema era que, en un sistema flexible, ya no había mecanismo que pudiera limitar los desequilibrios externos. El capital tendía a fluir hacia los países deudores sin límite, en presencia de incentivos perversos para el arbitraje de las tasas de interés. Los países que intentaron responder al desequilibrio externo endureciendo la política monetaria para reducir el nivel de actividad se encontraron con flujos de fondos derivados del arbitraje de las tasas de interés, que provocaron la revaluación de la moneda incluso en presencia de saldos externos deteriorados. Entonces, las expectativas de los especuladores se convirtieron en el único límite a este proceso, con reversiones de los flujos de capitales que generaron crisis financieras y luego impusieron un ajuste externo. El sistema elegido para evitar la creación automática de crédito a través del principio bancario dio origen a un sistema sin límites a los desequilibrios o a la creación global de préstamos –o, mejor dicho, el límite al tamaño de los desequilibrios fue determinado por el punto en el cual los inversores se dieron cuenta de que estaban financiando su propio servicio de deuda (en lo que era claramente un esquema Ponzi)– y la reversión de los flujos de capitales producía crisis financiera. El FMI quedó reducido al rol de cobrador de créditos, llamado a imponer políticas capaces de garantizar un flujo neto negativo de recursos lo suficientemente grande como para repagarle a los prestamistas privados, a expensas del crecimiento doméstico y el empleo.

Es este ciclo de auge y caída de los flujos de capitales y la volatilidad de los tipos de cambio lo que los mercados emergentes consideran como debilitante. Pero debería ser evidente que la sustitución del dólar por una moneda de reserva internacional no es la solución adecuada para las economías de los mercados emergentes, dado que se limitaría a reinstaurar el patrón oro y reavivaría la preocupación por la gobernanza de la creación de liquidez global. En realidad, hasta podría empeorar las cosas, porque una moneda común eliminaría hasta la incertidumbre de los capitales especulativos creada por el *spread* de los puntos del oro. La experiencia de la Unión Europea muestra con claridad las dificultades que enfrentaría todo intento por crear una moneda global.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> La propuesta de Keynes suele presentarse como la creación de una “moneda global”, pero su “banco” era una unidad de cuenta y no podía ser gastada por individuos privados ni utilizada como base para la creación de crédito por parte de un banco privado; en verdad, no era esencial para el principio de compensación neta. Después de que resultara evidente que era inaceptable para Estados Unidos, Keynes con el tiempo respaldó la “monetización” de la propuesta estadounidense de “unitas” para facilitar la adquisición de divisas por parte de los gobiernos fuera del Fondo. Fue un intento por colocar al fondo de estabilización más cerca de su unión compensadora (ver Keynes, 1980, p. 342; Skidelsky, 2001, p. 316).

## VIII. Las propuestas de cámaras compensadoras resuelven los problemas de las economías emergentes

Dada la experiencia histórica de las negociaciones y el desempeño de la estructura lanzada en Bretton Woods, parecería obvio que los aspectos que las economías emergentes consideran objetables no pueden resolverse mediante las propuestas de políticas que han planteado. Es la estructura lo que debe modificarse, y la estructura de las propuestas de Keynes-Sempill parecería satisfacer las críticas de manera más directa.

Bajo estas propuestas más radicales, no puede haber guerra de divisas, ni grandes cantidades de dinero para invertir ni tampoco arbitraje de tasas de interés. La inversión extranjera de cualquier país se ve limitada por su posición global de cuenta corriente. En realidad, no debería ser necesario discutir sobre la eficacia de los controles sobre los flujos de capitales, o si deberían concentrarse en las entradas o salidas de fondos o si deberían ser monitoreados por el banco central del país acreedor o del país deudor. Tal como Keynes había vislumbrado en su propuesta original, *“se restringirían los movimientos de capitales internacionales de manera tal que solo estarían autorizados en el caso de que el país desde el que salen los capitales tuviera un saldo favorable con el país al cual se remiten los fondos”* (Keynes, 1980, pp. 16-17). Los flujos de capitales extinguirían los créditos externos del mismo modo que las importaciones y, por lo tanto, solo estarían *“permitidos cuando fueran viables sin perturbar el equilibrio existente”* sobre las cuentas externas (Keynes, 1980, pp. 17).

Por consiguiente, reemplazar al dólar por una moneda no nacional o por los DEG no va a eliminar los problemas que enfrentan los mercados emergentes, ni tampoco aumentará la cooperación multilateral, incluso si eso pudiera lograrse. En cambio, la creación de instituciones financieras regidas por grupos regionales u otro tipo de grupos restringidos sí representa la posibilidad más importante, aunque no en la forma en que hoy se las está discutiendo. Las propuestas actuales están principalmente destinadas a evitar la inadecuada gobernanza del FMI y del Banco Mundial y el dominio de Estados Unidos tanto en la teoría como en las prácticas de estas instituciones. Además, como se indicó anteriormente, suelen tomar al FMI como su modelo y, a un determinado nivel de compromiso financiero, imponen la condicionalidad de los programas del FMI.

No hay razón por la cual estas instituciones no puedan crearse sobre el modelo de las uniones compensadoras de Keynes-Sempill, construyéndose a partir de los acuerdos de *swap* que muchos países ya han celebrado de manera bilateral. Por lo tanto, la creación de una moneda común para los miembros del Banco del Sur puede no ser la propuesta más sensata. En cambio, la creación de una unión compensadora regional con una unidad de cuenta sería un remedio para los problemas que estos países enfrentan. En realidad, Keynes ya había considerado esto como una posibilidad:

*“Una visión del mundo de posguerra con la que me identifico y a la que encuentro atractiva y repleta de buenas consecuencias es la que dice que deberíamos alentar las pequeñas unidades políticas y culturales, combinadas en unidades económicas más grandes y más o menos estrechamente entrelazadas [...] Por lo tanto, yo alentaría las uniones aduaneras y las preferencias aduaneras que abarcan a grupos de unidades políticas y geográficas, y también las uniones monetarias, las uniones ferroviarias y otras similares. Por lo tanto, sería preferible, si fuese posible, que los miembros fueran, en algunos casos por lo menos, grupos de países en lugar de unidades separadas” (Keynes, 1980, p. 55).*

En consecuencia, las instituciones financieras actualmente propuestas podrían moldearse bajo la forma de uniones compensadoras.

En realidad, ya existe un precedente histórico para el funcionamiento de una unión compensadora regional en la Unión Europea de Pagos, que desempeñó un papel importante en la restauración del comercio y los pagos intraeuropeos para complementar el Plan Marshall.<sup>18</sup> Esta podría ser un mejor modelo que el FMI para las iniciativas de los mercados emergentes.

### ***VIII.1. Pero las cámaras compensadoras no necesariamente satisfacen las necesidades de los países en desarrollo en general***

Fuera de las naciones de América Latina, pocos países en desarrollo estuvieron presentes en Bretton Woods. India todavía estaba representada por Gran Bretaña y la presencia de China fue en apariencia una cuestión de conveniencia

---

<sup>18</sup> Ver Kaplan y Schleiminger (1989) para una descripción política y analítica del funcionamiento de lo que fue un componente integral de la restauración del comercio y los pagos multilaterales en Europa. De algún modo, es irónico, dada la incapacidad del esquema del Fondo de Bretton Woods para funcionar inmediatamente después de la guerra, que se adoptara un esquema similar al de Keynes, aunque sujeto a las limitaciones de las condiciones económicas de posguerra.



política para Estados Unidos. En realidad, en las discusiones sobre la unión compensadora virtualmente no se tuvo en cuenta a los países en desarrollo. Esto se debió, en esencia, a que el foco estaba puesto en el financiamiento de la reconstrucción de posguerra. Fue solo en el debate sobre temas colaterales de política comercial y esquemas de respaldo a los *commodities* que emergieron las cuestiones vinculadas al desarrollo, y se las separó con rapidez de las discusiones financieras porque se las consideraba una amenaza a la aprobación rápida de las reformas financieras internacionales.<sup>19</sup>

Solo la propuesta original de unión compensadora de Schacht se refería de manera directa a los países en desarrollo; pero, tal como se indicó anteriormente, fue principalmente con el objetivo de financiar las importaciones alemanas de materias primas y brindar un mercado para las exportaciones alemanas, y no de crear una agenda de desarrollo positiva. La otra propuesta que tuvo en cuenta las preocupaciones de los países en desarrollo, aunque en términos muy generales, fue la evaluación de las propuestas de posguerra realizada por John H. Williams; a saber, que su *“requisito fundamental es el mantenimiento de un saldo [externo] equilibrado, que contemple solo fluctuaciones temporales”* (Williams, 1949, p. 158) y que esto presupone el mismo principio que el patrón oro, que se *“basaba en el principio de interacción entre países homogéneos de aproximadamente igual tamaño”* (Williams, 1949, p. 173).

Al reconocer que los diferentes países podrían requerir distintos esquemas de monedas, Williams incluyó sólo a las monedas “clave” en su propuesta. Planteó la pregunta de si *“el mundo necesita un sistema único y uniforme o una combinación de diferentes sistemas teniendo en cuenta la diversidad de países y, en particular, las diferencias en sus proporciones de comercio interno y comercio exterior”* (Williams, 1949, p. 189). Esta línea de razonamiento conduce de manera directa a las necesidades de los países con distintas composiciones de exportaciones y a los problemas que enfrentan las naciones que tienen una fuerte dependencia en los *commodities* que habrían de ser planteados por Raúl Prebisch, Hans Singer y Gunnar Myrdal, entre otros autores. Estos países pue-

---

<sup>19</sup> La planificación de posguerra del Reino Unido fue amplia: además del plan de monedas de Keynes, hubo una propuesta de un “commod” para estabilizar los precios de las materias primas, una unión comercial (que fue, en gran medida, obra de James Meade), y una junta de inversión internacional y corporación para el desarrollo. Esta última fue en apariencia resultado de una propuesta de Luther Gulick y Alvin Hansen de 1941, que asesoraban al Departamento de Estado en las reformas de posguerra, y que es mencionada en los proyectos preliminares de unión compensadora de Keynes. Sin embargo, dada la antipatía entre el Tesoro de Estados Unidos y el Departamento de Estado, una vez que el primero había empezado a trabajar, excluyó de manera consistente al segundo del desarrollo de las reformas.

den necesitar períodos sostenidos de déficit externo (financiamiento externo de la industrialización) o de excedente externo (desarrollo liderado por las exportaciones), lo que se opone de forma directa al principio básico del saldo externo en equilibrio como factor crucial para la estabilidad financiera internacional. Lo mismo se aplica a los tipos de cambio múltiples, que muchos economistas han sugerido que desempeñan un rol crucial en la construcción de una estructura productiva más equilibrada en los países en desarrollo (por ejemplo, Kaldor, 1965; Diamand, 1978) pero que son expresamente excluidos bajo Bretton Woods debido a la experiencia del rearme alemán.

El enfoque de unión compensadora de Keynes es igualmente deficiente en ese sentido, dado que tendrían que incluirse el fondo de estabilización y algunas medidas especiales para que los países en desarrollo tuvieran saldos deudores (o acreedores) más grandes y para que se eliminaran las sanciones sobre esos saldos, dado que serían producto de una política de desarrollo exitosa. De lo contrario, los países que han utilizado estrategias de sustitución de importaciones o de crecimiento basado en las exportaciones que son muy exitosas podrían tener que enfrentar cargos adicionales y presiones para controlar o ajustar sus políticas exitosas para poder mantener sus cuentas externas dentro de rangos aceptables. Estas medidas especiales podrían incluir una exención respecto del tamaño de los saldos y del pago de cargos por intereses para los acreedores de los países desarrollados y los deudores de los países en desarrollo. Alternativamente, el Banco podría haber sido concebido como una institución más centrada en el desarrollo y convertida en una parte integral del FMI. O, dicho en términos más sencillos, se podría haber propuesto una institución de unión compensadora alternativa para los países en desarrollo. Es evidente que una cuenta externa equilibrada puede ser el objetivo más apropiado para la estabilidad financiera internacional de los países desarrollados pero no necesariamente es así para los países en desarrollo. En verdad, las instituciones multilaterales y las Naciones Unidas han estado consistentemente a favor de la transferencia de recursos de los países desarrollados hacia los países en desarrollo en magnitudes de 0,7% del PIB del país desarrollado, lo que presumiblemente generaría cargos por intereses sobre los déficits y excedentes resultantes para los países donantes y receptores (a modo de comparación, ver Kregel, 2016).

## IX. Conclusión - Tipos de cambio estables y soberanía monetaria

Desde el punto de vista de las actuales dificultades que enfrentan las economías de los mercados emergentes, la ventaja principal de los esquemas de unión compensadora radica en que no hay necesidad de tener una moneda de reserva internacional, ni tipos de cambio de mercado o volatilidad del tipo de cambio, ni tampoco una paridad a defender. Los tipos de cambio pueden ajustarse para dar respaldo a la política de desarrollo, y no hay necesidad de restringir la actividad doméstica para cumplir con los créditos externos. En realidad, no hay necesidad de un prestamista o banco internacional, porque los saldos deudores pueden administrarse dentro de la unión compensadora. El ajuste externo se produce creando un incentivo para que los países con excedentes de exportaciones encuentren destinos en los que gastar sus créditos, lo que puede dar apoyo a los países en desarrollo. Por lo tanto, el sistema respalda a la demanda global. Dado que todos los pagos y deudas se expresan en moneda nacional, se preserva la independencia en las acciones y los espacios de política de cada país. Utilizando terminología moderna, los países conservan su soberanía monetaria dentro de la limitación del saldo externo, que debería corresponderse con la utilización plena de los recursos domésticos.

Este sistema reflejaría la visión más amplia de Keynes sobre el papel adecuado de los flujos financieros internacionales:

*“Por lo tanto, me identifico con los que minimizarían, y no con los que maximizarían, el relacionamiento económico entre las naciones. Las ideas, el conocimiento, la ciencia, la hospitalidad, los viajes son las cosas que, por su naturaleza, deberían ser internacionales. Pero dejemos que los productos se hagan en casa siempre que sea razonable y convenientemente posible y, sobre todo, dejemos que las finanzas sean primariamente nacionales” (Keynes, 1982, p. 236).*

## Referencias

**Beyen, J. W. (1951).** *Money in a Maelstrom*. Londres: Macmillan.

**Blanchard, O., J. D. Ostry y A. R. Ghosh (2013).** “International Policy Coordination: The Loch Ness Monster”, IMFdirect, 15 de diciembre.

**Bloomfield, A. (1959).** *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*, Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

**China Briefing (2010).** “Chinese Yuan Seeks Further Internationalization and Less Reliance on U.S. Dollar”, 9 de diciembre.

**Clarke, S. V. O. (1967).** *Central Bank Cooperation 1924-1931*. Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

**Diamand, M. (1978).** “Towards a Change in the Paradigm of Development through the Experience of Developing Countries”, *Journal of Development Economics* 5 (78): pp. 19-53.

**Economic Reform Club (atribuido a Lord Sempill) (1941).** “A Twentieth Century Economic System”, Londres: Economic Reform Club.

**Goyal, K. (2014).** “Rajan Warns of Policy Breakdown as Emerging Markets Fall”, Bloomberg Business, 31 de enero.

**FMI (2014).** “2014 Spillover Report: IMF Multilateral Policy Issues Report”, Documento de política del FMI, Washington, D.C.: FMI, 29 de julio.

**Kaldor, N. (1965).** “Dual Exchange Rates and Economic Development”, reimpresso en *Essays on Economic Policy*, Vol. 2, Nueva York: W.W. Norton.

**Kaplan, J. J. y G. Schleiminger (1989).** *The European Payments Union, Financial Diplomacy in the 1950s*, Nueva York: Clarendon Press.

**Keynes, J. M. (1943).** “International Clearing Union”, 28 Debate Parlamentario, Cámara de los Lores (5th ser.), pp. 527-37.

**Keynes, J. M. (1971a).** *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, en D. E. Moggridge (ed.), *Vol. 4, A Tract on Monetary Reform*, Londres: Macmillan.

**Keynes, J. M. (1971b).** *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, en D. E. Moggridge (ed.), *Vol. 6, A Treatise on Money, Vol. Two: The Applied Theory of Money*, Londres: Macmillan.

**Keynes, J. M. (1980).** *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, en D. E. Moggridge (ed.), *Vol. 25. Activities 1940-1944. Shaping the Post-war World: The Clearing Union*, Londres: Macmillan.

**Keynes, J. M. (1982).** *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, en D. E. Moggridge (ed.), *Vol. 21, Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America*, Londres: Macmillan.

**Kregel, J. (2016).** “Cognitive Dissonance: Post-war Economic Development Strategies and Bretton Woods International Financial Stability”, en M. Damill, M. Rapetti y G. Rozenwurcell (eds.), *Macroeconomics and Development*, Nueva York: Columbia University Press.

**Lüke, R. (1985).** “The Schacht and Keynes Plans”, *BNL Quarterly Review* 38 (152): pp. 65-76.

**Oliver, L. (2009).** “SDR vs the Dollar: China and Russia Want SDRs”, *Euromoney*, 1º de abril, [www.euromoney.com/Article/2172502/SDR-vs-the-Dollar-China-and-Russia-want-SDRs.html](http://www.euromoney.com/Article/2172502/SDR-vs-the-Dollar-China-and-Russia-want-SDRs.html).

**Reuters Factbox (2009).** “The Appeal of the IMF’s Special Drawing Rights”, 24 de marzo.

**Schacht, H. (1949).** *Account Settled*, traducido por Edward Fitzgerald, Londres: Weidenfield& Nicolson.

**Schacht, H. (1955).** *My First Seventy-Six Years*, traducido por Diana Pyke, Londres: Wingate.

**Sempill, The Lord (1941).** “The Atlantic Charter: Economic Security”, *Debate Parlamentario, Cámara de los Lores* (5th ser.), pp. 45-64.

**Skidelsky, R. (2001).** *John Maynard Keynes, Vol. 3: Fighting for Freedom, 1937-1946*, Nueva York: Viking.

**The Social Crediter (1943).** “From Week to Week”, 2 de enero.

**Spicer, J. (2014).** “Cool Reception for India Central Banker Urging Global Cooperation”. Reuters, 10 de abril.

**Triffin, R. (1960).** *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, New Haven: Yale University Press.

**Van Dormael, A. (1978).** *The Bretton Woods Conference: Birth of a Monetary System*, Nueva York: Holmes and Meier.

**Volcker, P. y T. Gyohten (1992).** *Changing Fortunes: The World’s Money and the Threat to American Leadership*, Nueva York: Times Books.

**Wheatley, J. (2014).** “Brazil Achieves a Hollow Victory in ‘Currency Wars’”, Financial Times, 17 de noviembre.

**Wheatley, J. y P. Garnham (2010).** “Brazil in ‘Currency War’ Alert”, Financial Times, 27 de septiembre.

**Williams, J. H. (1949).** *Post-war Monetary Plans and Other Essays*, Oxford: Basil Blackwell.

**Zhou Xiaochuan (2009).** “Reform the International Monetary System”, Basilea: Banco de Pagos Internacionales, 23 de marzo.