
El sistema financiero internacional: pasado, presente y futuro

El patrón oro, en vigor desde 1870 hasta 1914, logró florecer en una era de nacionalismo creativo, cuando el autointerés nacional se había visto moderado por un gran respeto hacia el orden mundial; el oro fue aceptado como el monarca anónimo y la libra esterlina como el poder detrás del trono, la verdadera moneda internacional.

—ROBERT MUNDELL

En este capítulo seguimos la línea de tiempo del sistema financiero internacional, la cual va desde la última mitad del siglo XIX hasta el día de hoy. Esto nos conduce a un recorrido a través de los cuatro principales tipos de sistemas financieros que hemos experimentado: el patrón oro, el patrón Bretton Woods, los tipos de cambio flexibles y la intervención cooperativa. Después del análisis histórico, ampliamos la línea de tiempo hacia el futuro mediante el estudio de los problemas a los que debe enfrentarse el sistema financiero internacional y la forma en que probablemente éstos afectarán a la evolución de los acuerdos financieros internacionales. Centramos nuestra atención en las deudas crecientes de algunos participantes económicos fundamentales, en el cambio que se dio en el poder económico y que fue desde los líderes industriales del siglo XX hasta una base más amplia de naciones exitosas dedicadas al comercio y en la dirección del sistema financiero internacional en sí mismo. Al analizar los pros y los contras de los tipos de cambio fijos y flexibles nos vemos obligados a concluir que a pesar de la extensa experimentación que se dio al realizar diferentes acuerdos financieros internacionales durante este siglo, no existe una solución obvia y dominante. Además, hacemos notar que la velocidad del cambio económico probablemente ejercerá una presión creciente en cualesquiera arreglos que se empleen.

EL PASADO

El patrón clásico del oro, 1870-1914

Durante casi medio siglo antes de la Primera Guerra Mundial de 1914-1918, el sistema financiero internacional se condujo de acuerdo con las reglas del patrón clásico del oro. El éxito de este sistema ha sido atribuido a la credibilidad del compromiso representado por la garantía incondicional para convertir el papel moneda en oro a un precio fijo. Como lo vimos en el capítulo anterior, tal compromiso es el elemento esencial del patrón clásico del oro. Pocos, si es que los había, dudaban de la disponibilidad de los gobiernos para continuar intercambiando el oro por dinero sin garantía, aun después de algunas suspensio-

nes temporales durante periodos de guerra. Los países participantes como Estados Unidos y Francia no sólo se ganaron la confianza de los demás, sino que todo mundo podía contar con Gran Bretaña para hacer cualquier cosa que fuera necesaria para suscribirse al sistema.¹

Lo crítico de la credibilidad para el éxito de un sistema basado en reglas como el patrón oro ha sido expresada en términos de la **moderna teoría de juegos**, siguiendo la aplicación exitosa de la teoría de juegos para la política monetaria nacional.² El indicador fundamental es que sin reglas y sin un compromiso creíble tendiente a mantener un nivel de precios estable, se puede afirmar que los gobiernos tratarán de combatir la inflación con el fin de inducir a la gente a que les preste fondos a tasas de interés muy bajas y posteriormente el gobierno abandonará esa promesa. En caso de que la inflación inducida por el gobierno *no* represente una expectativa, el costo real de los préstamos del gobierno se verá reducido; las tasas de interés no compensarían a la inflación realizada. Sin embargo, cuando se tienen expectativas racionales no es posible que los gobiernos participen en este juego de una manera exitosa. Los prestamistas saben que el gobierno hará una falsa presentación de sus intenciones, y que adoptará una política inflacionaria aun a pesar de sus promesas. Esto conduce a la economía a un equilibrio ineficiente, en el cual el público espera que el gobierno **no cumpla** (es decir, que incurra en engaños) mediante la instauración del proceso inflacionario; por su parte, el gobierno sabe que el público espera esto y que en realidad incurrirá en un engaño. Por lo tanto, las tasas de interés serán altas para que se refleje tanto la inflación esperada como la inflación efectiva. Éste es el llamado **equilibrio de Nash**: las expectativas son consistentes y en última instancia son reivindicadas, y cada “participante” elige la mejor acción disponible dadas estas expectativas. Todas estas situaciones se presentarán si los gobiernos no emprenden acciones costosas para ganar credibilidad.

Sabiendo el desenlace del “juego” cuando no hay nada que pueda limitar el comportamiento del gobierno, un punto óptimo es que las autoridades estén de acuerdo en adoptar algún tipo de restricción sobre su conducta. La promesa de convertir dinero sin garantía específica en oro es justamente una de tales limitantes y es una **señal** de su sinceridad. De esta manera, el oro se desempeña como un **ancla nominal**, un compromiso creíble en términos de un valor estable del dinero fiduciario. El público razonará que el gobierno no estaría de acuerdo en un precio fijo para el oro o en un precio fijo de una divisa *versus* el dólar estadounidense bajo el sistema Bretton Woods, si tiene como intención incurrir en engaños. El gobierno sabe esto y en realidad, no desea incurrir en ningún tipo de engaño, prefiere en lugar de ello mantener la inflación a un nivel bajo aun después de que haya solicitado fondos en préstamo. De esta manera, el gobierno mantendrá las tasas de interés a un nivel bajo; las expectativas inflacionarias bajas significan a la vez la existencia de tasas de interés de baja cuantía.³

¹Véase, por ejemplo, Alberto Giovannini, “Bretton Woods and Its Precursors: Rules versus Discretion in the History of International Monetary Regimes”, en Michael D. Bordo y Barry Eichengreen, eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System*, University of Chicago Press, Chicago, 1993, pp. 109-155, y Michael D. Bordo, “The Gold Standard, Bretton Woods and Other Monetary Regimes: A Historical Appraisal”, en *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo/abril de 1993, pp. 123-199.

²Véase Finn E. Kydland y Edward C. Prescott, “Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, junio de 1977, pp. 473-491, y Robert J. Barrow y David B. Gordon, “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, julio de 1983, pp. 101-121.

³Véase Michael D. Bordo y Finn E. Kydland, “The Gold Standard as a Rule”, National Bureau of Economics Research, Documento de trabajo No. 3367, mayo de 1990, y G. de Kock y Vittorio U. Grilli, “Endogenous Exchange Rate Regime Switches”, National Bureau of Economic Research, Documento de trabajo No. 3066, agosto de 1989.

La credibilidad que el patrón oro le confirió al gobierno se vio un tanto erosionada por la Primera Guerra Mundial. Como es común en épocas de guerra, los gobiernos imponían controles monetarios y abandonaban su compromiso de convertir su papel moneda en oro. Inmediatamente después de la Primera Guerra Mundial, la cual terminó en 1918, en lugar de regresar al oro, hubo un periodo de tipos de cambio flexibles que duró hasta 1926, durante cuya época muchos países sufrieron de hiperinflación. Finalmente, el patrón oro fue readoptado en 1926 en un esfuerzo por mantener controlada la inflación y en ayudar a remediar cierto número de otros problemas económicos, como un gran proteccionismo, las devaluaciones competitivas, etcétera. Sin embargo, para que el patrón oro siguiera teniendo credibilidad, era necesario que los países con déficits permitieran la influencia de dichos déficits sobre sus reservas de oro para disminuir el crecimiento monetario. También era necesario que los países con superávit permitieran que sus crecientes reservas de oro liberalizaran sus políticas monetarias. Después de la Primera Guerra Mundial, la carga de ambos tipos de ajustes se consideró tan grande que hubo cierta renuencia para comportarse de esa manera. Muchos países empezaron a manipular los tipos de cambio en función de sus propios objetivos nacionales. Por ejemplo, los franceses devaluaron el franco en 1926 para estimular su economía, y la divisa así subvaluada causó serios problemas a Gran Bretaña y a la libra esterlina. Posteriormente, en el año de 1928, el gobierno francés decidió aceptar sólo el oro y ninguna otra moneda extranjera. En 1931, cuando los franceses decidieron que dejarían de aceptar más libras esterlinas y que además intercambiarían sus tenencias actuales de libras esterlinas por oro, hubo muy pocas cosas que Gran Bretaña pudiera hacer más allá de lograr que la libra esterlina no fuera convertible en oro. Esto se hizo en el año de 1931. Siendo la capacidad para intercambiar divisas por oro la característica central del patrón oro, y ya que Gran Bretaña había sido el núcleo del patrón oro, esto marcó el final de la era. En efecto, cuando otros países descubrieron que sus tenencias de libras ya no eran convertibles, siguieron el ejemplo de Gran Bretaña. En 1934 sólo el dólar estadounidense podía ser intercambiado por oro.

Puesto que la total recuperación de la Gran Depresión de 1929-1933 no ocurrió sino hasta el comienzo de la Segunda Guerra Mundial, las condiciones para una reorganización formal del orden financiero internacional no estuvieron presentes. La Depresión había proporcionado un medio en el cual las egoístas **políticas de emprobrece al vecino** (devaluaciones competitivas y un incremento en la protección de tarifas) siguieron el modelo que estableció inicialmente Francia. Puesto que ya no eran posibles las devaluaciones efectivas de larga duración y ya que la gran interrupción del comercio mundial eliminó las ganancias que provenían del comercio internacional, tal ambiente obstaculizó el crecimiento económico global; no era posible que todos los países devaluaran su moneda en forma simultánea aumentando los precios del oro, y la acción colectiva no hizo otra cosa más que devaluar el dinero como causa de la inflación. Cuando la guerra reemplazó a la Depresión, no era posible ningún tipo de cooperación. No fue sino hasta el mes de julio de 1944 que, con la victoria inminente en Europa, los representantes de Estados Unidos, Gran Bretaña, y de otras potencias aliadas se reunieron en el Hotel Mount Washington de Bretton Woods, New Hampshire, para diseñar un nuevo orden financiero internacional capaz de reemplazar al ya fracasado patrón oro.

Bretton Woods y el Fondo Monetario Internacional (FMI), 1944-1973

Un punto de importancia fundamental para los representantes de la reunión de 1944 en Bretton Woods fue la prevención de otra ruptura en el orden financiero internacional,

ANEXO 9.1

Cómo ver el bosque a través de los árboles: la visión de Bretton Woods

Los dos principales planes que se presentaron ante los delegados durante la conferencia de Bretton Woods que se celebró en el mes de julio de 1944 fueron el de Gran Bretaña, propuesto por John Maynard Keynes, y el de Estados Unidos, propuesto por Harry Dexter White. Los representantes de 44 países o autoridades convinieron en trabajar en forma conjunta para “ganar la paz”. Un testimonio de gran importancia en este evento fue la resolución que permitió llegar a un acuerdo que superaba el autointerés de las naciones: los representantes estuvieron de acuerdo en sacrificar un poco de su soberanía económica para el bien común. El siguiente extracto describe los dos planes que dominaron la discusión.

Los planes previos que condujeron a la realización del acuerdo de Bretton Woods tenían como finalidad prevenir el caos del periodo entre las guerras. Las deficiencias que se percibieron y que requerían de una prevención incluían los siguientes aspectos: 1) tipos de cambio flotantes que se habían identificado como base para una especulación desestabilizadora, 2) la postura del patrón cambiario del oro como un punto vulnerable a los problemas de ajuste, liquidez y confianza, y que obligó a la transmisión internacional de la deflación a principios de la década de los años treinta y 3) recurrir a devaluaciones del tipo de “empobrecer al vecino”, a restricciones comerciales y a controles cambiarios y bilateralismos después de 1933. Para prevenir estos problemas, las bases para justificar un sistema ajustable a una base fija fueron presentadas por Keynes, White, Nurkse y otros. El nuevo sistema combinaría las características favorables del patrón oro con un tipo de cambio fijo (estabilidad en los tipos de cambio) y del patrón del tipo de cambio flexible (independencia monetaria y fiscal).

Tanto Keynes, quien dirigía el equipo británico de negociaciones en Bretton Woods, como White, quien dirigía al equipo estadounidense, plantearon un sistema ajustable a una cotización fija que debería además ser coordinado por una

agencia monetaria internacional. En forma sustancial, el plan de Keynes proporcionaba a la Unión Monetaria Internacional más reservas y más poder que el fondo de estabilización de las Naciones Unidas propuesto por White, pero ambas instituciones tendrían un considerable control sobre la política financiera nacional de los miembros.

El plan británico contenía mucho más autonomía en la política nacional que la que contenía el plan de Estados Unidos; por su parte, el plan estadounidense hacía más énfasis en la estabilidad de los tipos de cambio. Ningún arquitecto estuvo a favor del sistema que se basaba en reglas. Los británicos se preocupaban más por prevenir la deflación de los años treinta, la cual atribuyeron a la restricción de la regla del patrón oro y a las políticas monetarias deflacionarias de Estados Unidos. Por tal razón, desearon un sistema expansionista.

El plan estadounidense estaba más cerca de la regla del patrón oro si se le compara con el énfasis que hacía sobre la adopción de una cantidad fija para los tipos de cambio. No mencionaba en forma explícita la importancia de las reglas como un mecanismo creíble, pero afirmaba que debía haber regulaciones muy estrictas con relación al vínculo de unión entre UNITAS (la cuenta de reservas internacionales propuesta) y el oro. En el caso de un desequilibrio fundamental, los miembros podrían cambiar sus partes sólo con la aprobación de una mayoría igual a las tres cuartas partes de todos los miembros del fondo.

Los Estatutos de Convenio del Fondo Monetario Internacional incorporaban elementos tanto de los planes de Keynes como de los planes de White, aunque al final, predominaron los intereses de Estados Unidos. Los principales puntos de estos estatutos eran: la creación de un sistema de valores a la par, pagos multilaterales, el uso de los recursos del fondo, sus facultades y su organización.

Fuente: Michael D. Bordo, “The Gold Standard, Bretton Woods and Other Monetary Regimes: A Historical Appraisal”, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo/abril de 1993, pp. 163-164.

como la que siguió a la paz después de la Primera Guerra Mundial. Desde el año de 1918 hasta bien entrada la década de los años veinte, el mundo había atestiguado un incremento en el proteccionismo en una gran escala para proteger el empleo para aquellos que regresaban de la guerra; las devaluaciones competitivas diseñadas para el mismo propósito y la hiperinflación masiva como la incapacidad para aumentar los impuestos convencionales condujo al uso de la inflación como un impuesto oculto: los cambios en la inflación compraban poder adquisitivo a partir de los tenedores de dinero, y las tenencias de estos últimos compraban menos a los emisores de dinero, esto es, los bancos centrales. Se requirió entonces un sistema que evitara que los países cambiaran los tipos de cambio para obtener una ventaja comercial y para limitar la política inflacionaria. Esto significaba que se necesitaría algún tipo de control sobre las variaciones en los tipos

cambiarios, así como una reserva básica para los países con déficit. Las reservas habían de ser proporcionadas por medio de una institución creada para tal propósito. Se estableció el Fondo Monetario Internacional (FMI) para reunir y distribuir las reservas con el fin de implantar los **Estatutos de Convenio** que se firmaron en Bretton Woods.⁴

Los Estatutos de Convenio requerían que los países afiliados al FMI (de los cuales había 178 en el mes de marzo de 1994):

1. Promover la cooperación monetaria internacional
2. Facilitar el crecimiento del comercio
3. Promover la estabilidad en los tipos de cambio
4. Establecer un sistema multilateral de pagos
5. Crear una base de reserva

Las reservas fueron aportadas por los países miembros de acuerdo con un sistema de cuota (el cual ha sido revisado muchas veces desde entonces) basado en el ingreso nacional y en la importancia del comercio en los diferentes países. De la aportación original, 25% fue en oro (la llamada posición de la **participación o aportación en oro**) y 75% fue en la propia divisa del país. A cada país se le permitía que solicitara fondos en préstamo hasta por un monto igual a su aportación dentro de la participación en oro sin la aprobación del FMI y que solicitara en préstamo 100% adicional de su aportación total con base en cuatro pasos, cada uno de ellos con condiciones notablemente estrictas y que eran establecidas en forma adicional por el FMI. Estas condiciones fueron diseñadas para asegurarse de que se tomaran las correspondientes acciones correctivas de política macroeconómica.

Los planes de préstamos han sido ampliados a lo largo de los años. Los acuerdos en cuanto a los créditos para superar dificultades transitorias fueron introducidos en el año de 1952, y capacitaban a un país para que se le asignaran fondos en forma anticipada a sus necesidades y, de tal modo, las divisas estaban menos propensas a ataques durante las deliberaciones del FMI, principalmente con relación al hecho de si la ayuda solicitada estaría o no disponible. Otras ampliaciones de la capacidad de préstamos tomaron las siguientes formas:

1. El **Plan de ayuda de financiamiento compensatorio** fue presentado en el año de 1963 para ayudar a los países que tenían reservas inadecuadas de divisas como resultado de eventos como pérdidas en las cosechas.
2. El **Plan de ayuda de ampliación de fondos** de 1974 proporcionaba préstamos para los países que tenían dificultades estructurales y requerían de mucho tiempo para ser corregidas.
3. El **Fondo de fideicomisos** del año de 1976 del **Acuerdo de Kingston** para dar curso a la venta de oro, dejaría de tener un papel formal en el sistema financiero internacional. Los fondos resultantes de las ventas de oro se usarían para la concesión de préstamos aplicables a desarrollos especiales.
4. El **Plan de ayuda financiera suplementaria**, también conocido como el **Plan de ayuda de Witteveen** en atención al entonces director administrativo del FMI. Éste proporcionaba créditos para la superación de dificultades temporales y reemplazó al **Plan de ayuda para la importación de petróleo** de 1974-1976, el cual se estableció para ayudar

⁴El anexo 9.1 describe los puntos de vista competitivos que tuvieron que ser resueltos antes de que se llegara al acuerdo.

a los países que se encontraban en problemas temporales como resultado de los incrementos en los precios del petróleo.

5. El **Plan de ayuda para la adquisición de inventarios**, confería préstamos para capacitar a los países hacia la compra de inventarios de importancia básica.

Estos planes de ayuda se vieron complementados por la decisión que se tomó en el año de 1980 para permitir al FMI solicitar fondos en préstamo en el mercado de capitales privados cuando fuera necesario, así como por la ampliación que concedieron las autoridades en las concesiones de préstamos en virtud de los **Acuerdos generales para solicitar fondos en préstamo** del año de 1990, en virtud de los cuales se permitía al FMI prestar fondos a los países no afiliados. El campo de las facultades del FMI para prestar fondos fue ampliado aún más en 1993, cuando se crearon nuevos planes para ayudar a la estabilización de los tipos de cambio.

Como lo hemos visto, la característica más importante del acuerdo de Bretton Woods fue la decisión de mantener al dólar estadounidense libremente convertible en oro y en hacer que los valores de otras divisas se mantuvieran fijos en dólares estadounidenses. Los tipos de cambio se habrían de mantener dentro de 1% sobre cualquier extremo de la paridad oficial, con la intervención requerida en los puntos de apoyo. Esto requería que Estados Unidos mantuvieran una reserva de oro, y que los demás países mantuvieran una reserva de dólares estadounidenses. Toda vez que los tipos de cambio inicialmente seleccionados podrían haber sido incorrectos para el equilibrio de la balanza de pagos, se permitía a cada país una revisión de hasta 10% dentro de un año contado a partir de la selección inicial del tipo de cambio. Y fue bajo esta condición básica que el sistema sobrevivió hasta 1971.

El lugar central del dólar estadounidense fue visualizado por John Maynard Keynes como una debilidad potencial. Keynes prefirió un sistema de liquidaciones internacionales basado en una nueva unidad monetaria, el **bancor**. Sin embargo, la idea fue rechazada, y no fue sino hasta la década de los sesenta que el inevitable derrumbe del Acuerdo de Bretton Woods fue reconocido por un economista de Yale, Robert Triffin.⁵ De acuerdo con la **paradoja de Triffin**, con el fin de que el acervo de las reservas mundiales crecieran junto con el comercio internacional, el proveedor de las reservas, Estados Unidos, tuvo que hacer frente a los déficits en las balanzas de pagos. Estos déficits eran los medios a través de los cuales otros países podrían acumular reservas de oro. Aunque los déficits de Estados Unidos eran necesarios, entre más ocurrían, más dudaban los tenedores de dólares de la habilidad de Estados Unidos para convertir los dólares en oro al precio convenido. La paradoja implícita significaba que el sistema estaba sentenciado a muerte.

Entre los tenedores más escépticos de dólares se encontraba Francia, quien en 1962 empezó a intercambiar dólares por oro aún a pesar de las objeciones de Estados Unidos. Los franceses no solamente tenían dudas acerca del valor futuro del dólar, sino que también objetaban el prominente papel de Estados Unidos en el sistema Bretton Woods. Parte de esta aversión por un país (Estados Unidos) muy poderoso era de tipo político, y parte se basaba en las utilidades por señoría que Francia creía haber acumulado a favor de Estados Unidos en virtud del papel de la Unión Americana como banquero del mundo. El **señoría** es la utilidad que se obtiene por la "impresión" de dinero y depende de la capacidad para hacer que la gente mantenga cierta divisa u otros activos a un rendimiento no competitivo. Cada uno de los gobiernos que emite moneda de circulación legal puede asegurarse de que ésta será mantenida por sus propios ciudadanos, aun si no ofrece

⁵Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, Conn, 1960.

ningún rendimiento. Por ejemplo, los ciudadanos de Estados Unidos mantendrán billetes de la Reserva Federal y proporcionarán bienes o servicios por ellos, aun cuando el papel en el cual se impriman tales billetes tenga un costo muy bajo. Estados Unidos se encontraba en una posición muy especial porque su papel como proveedor líder de las reservas de divisas significaba que podría asegurarse de que los bancos centrales extranjeros así como los ciudadanos estadounidenses mantendrían dólares estadounidenses. Sin embargo, la mayoría de las reservas de los bancos centrales se mantenían y aún se mantienen, en valores como *treasury bills*, los cuales producen cierto interés. Si el interés que se paga sobre los activos de la reserva representa un rendimiento competitivo, entonces las ganancias por señoría para la Unión Americana provenientes de extranjeros que mantienen activos en dólares estadounidenses es pequeña. En efecto, con una competencia suficiente proveniente de 1) reservas alternativas de diferentes divisas y 2) inversiones alternativas en dólares en los Estados Unidos, las ganancias por señoría se verán muy concurridas.⁶ Sin embargo, los franceses continuaron convirtiendo sus tenencias de dólares en oro. Esto condujo a otros países a preocuparse acerca del hecho de si Estados Unidos tendría suficiente oro para dar apoyo a su dólar después de que los franceses habían terminado de vender sus dólares: bajo un patrón de reserva fraccional, las reservas de oro representan sólo una fracción de los dólares mantenidos.

En el año de 1968, la carrera por el oro llegó a ser de tal magnitud que en una junta que se celebró en Washington, D. C. en marzo, se estableció un sistema de fijación de precios del oro con dirección doble. Aunque el precio oficial del oro en Estados Unidos había de permanecer en \$35 por onza, se permitiría que el precio del oro del mercado privado encontrara su propio nivel.

Después de repetidas crisis financieras, incluyendo una devaluación de la libra de \$2.80/£ a \$2.40/£ en 1967, en 1970 sobrevino un cierto alivio con la asignación de los **Derechos Especiales de Giro (SDRs)**.⁷ Los SDRs representan asientos contables que se acreditan a las cuentas de los países afiliados al FMI de acuerdo con sus cuotas establecidas. Pueden usarse para cubrir los desequilibrios de pagos y proporcionan una adición neta al acervo de reservas sin la necesidad de que ningún país incurra en déficits o que necesite extraer oro. Desde 1970 hasta 1972, se crearon aproximadamente \$9.4 mil millones de SDRs (o papel oro), y no hubo ninguna otra asignación sino hasta el 1 de enero de 1979, cuando se crearon 4 mil millones de SDRs. Se crearon montos similares el 1 de enero de 1980 y el 1 de enero de 1981, llevando el total a más de 20 mil millones de SDRs. No ha ocurrido ninguna asignación de SDRs desde 1981. Un país puede girar sobre sus SDRs en tanto que mantenga un promedio de más de 30% de su asignación acumulativa y se requerirá a cada país que acepte hasta 3 veces su asignación total. Se pagan intereses a aquellos que mantienen SDRs y estos últimos provienen de aquellos que hacen retiros sobre los mismos, basándose en el promedio de las tasas de interés del mercado de dinero de Estados Unidos, del Reino Unido, de Alemania, de Japón y de Francia.

El valor de los SDRs fue originalmente fijado como igual al contenido en oro de un dólar estadounidense en 1969, el cual era de 0.888571 gramos o de 1/35 onzas. Dicho valor fue posteriormente revisado, basándose primero en una canasta ponderada por 16 divisas y subsecuentemente simplificándose a 5 monedas. El monto de cada divisa y los equivalentes en dólares estadounidenses son los siguientes:

⁶Si se desea una descripción y una apreciación de las utilidades por señoría, véanse los documentos de Robert Mundell y Alexander Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.

⁷Véase Fritz Machlup, *Remaking the International Monetary System: The Rio Agreement and Beyond*, John Hopkins Press, Baltimore, 1968 donde se presentan los antecedentes de la creación de los SDRs.

Divisa	Cantidad	Equivalente en \$ estadounidenses
Marco alemán	0.4530	0.2659
Franco francés	0.0800	0.1324
Yen japonés	31.8000	0.3150
Libra esterlina	0.0812	0.1189
Dólar estadounidense	0.5720	0.5720
		Total \$1.4042 = SDRI

Fuente: Departamento del Tesoro del FMI, 16 de agosto de 1993.

La canasta monetaria y los pesos ponderados se revisan cada cinco años de acuerdo con la importancia de cada país en el comercio internacional. El valor de los SDRs se cotiza diariamente.

Si los SDRs se hubieran creado antes, se hubiera podido prevenir o posponer el derrumbe del sistema Bretton Woods, pero en el año de 1971, su caída fue inminente. Después de sólo dos revisiones principales de los tipos de cambio en las décadas de los años cincuenta y de los sesenta (la flotación del dólar canadiense durante la década de los cincuenta y la devaluación de la libra esterlina en 1967) ciertos eventos empezaron a desenvolverse de manera repentina. El 15 de agosto de 1971, Estados Unidos respondió a un enorme déficit comercial haciendo que el dólar no fuera convertible en oro. Se estableció un sobrecargo de 10% sobre las importaciones, y se introdujo un programa de salarios y de control de precios. A muchas de las principales divisas se les permitió que flotaran contra el dólar y, a finales de 1971 la mayoría de ellas habían aumentado de valor, mostrando el marco alemán y el yen japonés un aumento de 12%. El dólar había empezado una década de declive.

El 15 de agosto de 1971, Estados Unidos había puesto en claro que no tenía intenciones de dar apoyo a un sistema que se basaba en el dólar estadounidense. De alguna manera, se percibió que los costos derivados del hecho de ser un país de reservas monetarias habían empezado a exceder a cualesquiera beneficios en términos del señoriaje. Los 10 países más grandes fueron llamados para celebrar una reunión en la Smithsonian Institution en Washington, D.C. Como resultado del **Acuerdo Smithsoniano** Estados Unidos aumentó el precio del oro a \$38 por onza (es decir, devaluaron el dólar). En consecuencia, cada uno de los demás países revaluó su divisa en un monto hasta de 10%. La banda alrededor de los nuevos valores de la paridad oficial se incrementó de 1% a 2¼% sobre cualquier extremo, aunque varios países de la Comunidad Europea mantuvieron sus propios tipos de cambio dentro de un rango más estrecho a la vez que permitían de manera conjunta la banda de 4½% *vis-a-vis* el dólar estadounidense. Como lo hemos visto, la "serpiente monetaria", que era el nombre con el que se denominaba al sistema europeo de tipos de cambio fijos, se convirtió en el año de 1979, con algunas revisiones menores, en el Mecanismo del Tipo de Cambio (ERM) del Sistema Monetario Europeo (EMS).

La devaluación del dólar fue insuficiente para restaurar la estabilidad del sistema. La inflación de Estados Unidos se había convertido en un serio problema (véase Anexo 9.2). En el año de 1973 el dólar se encontraba bajo fuertes presiones de venta aun a sus tipos de cambio devaluados o depreciados, y en febrero de 1973, el precio del oro aumentó en 11%, de \$38 a \$42.22 por onza. En el mes siguiente, la mayoría de las principales divisas se encontraban flotando. Éste fue el estado de inestabilidad en el que se encontraba el sistema financiero internacional a medida que se aproximaba a la crisis petrolera de otoño de 1973.

El rápido incremento que se observó en los precios del petróleo después del embargo petrolero funcionó a favor del dólar estadounidense. Toda vez que Estados Unidos era relativamente autosuficiente en petróleo en aquella época, el dólar estadounidense fue capaz de aguantar lo peor de la tormenta. La fuerza del dólar permitió a Estados Unidos eliminar los controles sobre los flujos de salida de capital en enero de 1974. Esto abrió el camino para la concesión de préstamos de Estados Unidos a gran escala a las compañías y a los países que se encontraban en problemas, y sucedió justo a tiempo. La práctica de pagar el petróleo en dólares estadounidenses significaba que los compradores necesitaban dólares y que los vendedores, principalmente los miembros de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP), necesitaban invertir sus ganancias en dólares. De tal modo, Estados Unidos empezó a reciclar sus petrodólares, adquiriéndolos de los países de la OPEP y prestándolos posteriormente a los compradores de petróleo.

No fue sino hasta el año de 1976, en una reunión que se celebró en Jamaica, que el sistema que había empezado a surgir en el año de 1971 fue aprobado, con una ratificación que se presentó posteriormente, en abril de 1978. Los tipos de cambio flexibles, los cuales eran ya ampliamente usados, se consideraron como aceptables para los miembros del FMI, y se permitió a los bancos centrales que intervinieran y que administraran sus flotaciones para prevenir una volatilidad indebida. El oro fue oficialmente desmonetizado y la mitad de las tenencias de oro del FMI fue regresada a los miembros. La otra mitad fue vendida y los fondos resultantes habían de usarse para ayudar a las naciones pobres. Se permitió a los países individuales que vendieran sus tenencias en oro y así el FMI, Estados Unidos y algunos otros países empezaron a vender. Las ventas del FMI terminaron en mayo de 1980.

La elección presidencial de Estados Unidos en 1980 y la subsecuente adopción de la **economía del lado de la oferta** por la administración Reagan se vio seguida por un periodo de crecientes déficits tanto fiscales como en la balanza de pagos de Estados Unidos. Sin embargo, el dólar estadounidense experimentó una sustancial apreciación, lo cual contribuyó a su déficit comercial. Esto ocurrió en contra del telón de fondo de la cada vez peor crisis de endeudamiento del tercer mundo, la cual se vio agravada por los altos valores del dólar; toda vez que la mayor parte de la deuda se encontraba denominada en dólares, era más costoso para las naciones deudoras, como Brasil y México, adquirir dólares para satisfacer los pagos de la deuda. Un aspecto adicional a las dificultades de las naciones deudoras estuvo dado por una desinflación general que fue particularmente severa para las exportaciones de recursos incluyendo al petróleo, el cual fue la fuente de gran parte de sus ingresos. Además, debido a que ellos debían satisfacer los pagos de la deuda, los deudores no pudieron reducir el petróleo y la producción de otros recursos, como lo hubieran hecho normalmente, al enfrentar precios bajos. En efecto, algunas naciones deudoras tuvieron que incrementar la producción para defenderse contra los precios más bajos y esto presionó aún más la baja en los precios de las exportaciones. Es decir, los precios declinantes del petróleo y de otros satisfactores ocasionaron que los productores produjeran más para satisfacer los pagos de las deudas, disminuyendo con ello aún más los precios de los recursos, causando con ello un mayor incremento en la producción, y así sucesivamente. Puesto que la crisis de endeudamiento del tercer mundo, la cual acompañó a esta deflación de recursos, se traslapa con el periodo de tipos de cambio flexibles y con el periodo subsecuente de intervención cooperativa, vale la pena señalar los años de tal endeudamiento, puesto que dicha crisis ayudó a transformar los acuerdos financieros internacionales.

ANEXO 9.2

Bretton Woods se enfrenta al desafío

La inflación es un impuesto oculto; reduce el valor de los activos cuyo valor de carátula es fijo. Estados Unidos recurrió al impuesto representado por la inflación para combatir la impopular guerra de Vietnam, sabiendo que los impuestos más explícitos, tales como los que se gravan sobre las ventas o sobre los ingresos, no serían recibidos de una manera favorable por el público estadounidense. El impuesto de la inflación fue aplicado por la vía de un crecimiento acelerado en la oferta de dinero. La inflación resultante fue “embarcada” por medio del sistema Bretton Woods de la siguiente manera: la inflación estadounidense con tipos de cambio fijos ocasionó déficits comerciales en Estados Unidos y los correspondientes superávits comerciales en cualesquiera otros países. A fin de prevenir la apreciación de los tipos de cambio en los países con superávits, sus bancos centrales se vieron obligados a incrementar las ofertas de sus monedas. Esto ocasionó una gran inflación entre los socios comerciales de Estados Unidos. Los siguientes párrafos explican la forma en que la inflación impulsó hacia abajo el antiguo sistema Bretton Woods (cuya duración fue de un cuarto de siglo) después de un breve período en el cual estuvo en vigor el patrón dólar (1971-1973).

Después del establecimiento del acuerdo de una cotización en dos vías, el sistema del mundo monetario se encontraba regulado bajo un patrón dólar *de facto*. El sistema se volvió crecientemente inestable hasta que se derrumbó con el cierre de la ventana del oro en agosto de 1971. El derrumbe de un sistema acosado por los fatales defectos del patrón de intercambio del oro y de la cotización fija ajustable fue desencadenado por una aceleración en el mundo de la inflación, lo cual es en gran parte la consecuencia de una aceleración anterior de la inflación en Estados Unidos. Antes de 1968, la tasa de inflación de Estados Unidos era inferior a la tasa de inflación ponderada por el PNB de los países del Grupo de los Siete excluyendo a la Unión Americana. Empezó a acelerarse en el año de 1964, haciendo una pausa en el período 1966-1967. El incremento en la inflación en Estados Unidos y en el resto del mundo se encontraba estrechamente relacionado con un aumento en el crecimiento del dinero y con este último respecto del dinero con relación al crecimiento del producto real. . .

El principal mecanismo de transmisión de la inflación fue el clásico mecanismo de flujo de los precios (en efectivo) aumentado por los flujos de capitales. El sistema Bretton Woods se derrumbó debido a los retardos en los efectos de la

política monetaria expansionista de Estados Unidos. A medida que las reservas en dólares de Alemania, de Japón y de otros países se acumularon a finales de la década de los sesenta y de la década de los setenta, su esterilización se hizo cada vez más difícil. Esto fomentó la expansión monetaria nacional y la inflación. Además, la inflación mundial se vio agravada por las políticas expansionistas tanto monetarias como fiscales que se adoptaron en el resto de los países del Grupo de los Siete, principalmente a medida que sus gobiernos se adherían a políticas de estabilización de pleno empleo. La única alternativa para importar inflación de Estados Unidos estaba dada por la flotación, la ruta tomada por todos los países en 1973.

La decisión de Estados Unidos de suspender la convertibilidad del oro puso fin a un aspecto fundamental del sistema Bretton Woods. La parte restante del sistema (la cotización ajustable) desapareció 19 meses más tarde.

El sistema Bretton Woods se derrumbó por tres razones principales. Primero, dos defectos mayores minaron el sistema. Un defecto era el patrón de intercambio del oro, el cual colocó a Estados Unidos bajo la amenaza de una crisis de convertibilidad. Como reacción a ello, adoptó políticas que al final hicieron el ajuste más difícil.

El segundo defecto estaba representado por la cotización ajustable. Toda vez que los costos de las variaciones discretas en las paridades se juzgaron como altos, a la luz de la creciente movilidad de los capitales, el sistema evolucionó hacia un sistema mal dispuesto de tipos de cambio fijos y a la vez no contaba con un mecanismo efectivo de ajuste. Finalmente, la política monetaria de Estados Unidos resultó ser inapropiada para una divisa clave. Después del año de 1965, Estados Unidos, recurriendo a la inflación, siguió una política inadecuada si consideramos que era un país con una divisa clave. Aún cuando la aceleración de la inflación fue baja a causa de los patrones que se observaron en la siguiente década, cuando se consideró la acumulación de una inflación baja desde la Segunda Guerra Mundial, se reunió una cantidad suficiente para desencadenar un ataque especulativo sobre el inventario de oro en moneda del mundo en el año de 1968; a la vez, ello condujo al derrumbe del Fondo del Oro. Una vez que el régimen evolucionó hacia un patrón dólar *de facto*, la obligación de Estados Unidos fue mantener la estabilidad en los precios. Pero en lugar de ello, condujo una política inflacionaria, la cual finalmente acabó por destruir el sistema.

Fuente: Michael D. Bordo, “The Gold Standard, Bretton Woods and Other Monetary Regimes: A Historical Appraisal”, *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo/abril 1993, pp. 175-178.

Antecedentes

CAPÍTULO 9

*El sistema financiero
internacional: pasado,
presente y futuro*

Las altas tasas de interés sobre préstamos concedidos a países como Brasil, México y Argentina, así como el rápido crecimiento económico del que habían disfrutado estos países en la década de los setenta, condujeron incluso a algunos de los bancos más conservadores de los países industrializados a conceder fracciones sustanciales de sus préstamos a las naciones en desarrollo. Por ejemplo, en el caso de los 15 bancos más grandes de Estados Unidos, los préstamos de los países en desarrollo a principios de 1982 ascendían a 7.9% de sus activos y a 150% de su capital. Esto significaba que el incumplimiento sobre todos estos préstamos colocaría a los bancos en un estado de insolvencia técnica. Sin embargo, debido a que muchos de los préstamos se hicieron a los gobiernos o fueron garantizados por ellos; es decir, pertenecieron a los llamados **préstamos soberanos**, pocos banqueros parecían estar enterados de que los incumplimientos también eran posibles. Una opinión que se escuchaba comúnmente era que “los países no caen en quiebra, sólo las compañías”. Lo que los banqueros pasaron por alto en su complacencia era el hecho de que los países pueden caer en quiebra *en términos de dólares estadounidenses*, y que la gran mayoría de las deudas del tercer mundo se encontraba denominada en dólares estadounidenses. Como era claro, si los países solicitaban fondos en préstamo en sus propias monedas siempre podrían reembolsar sus deudas; tenían un poder ilimitado para “imprimir” sus propias monedas. Desde luego, los banqueros habrían desconfiado de los préstamos denominados en las monedas de los prestatarios, sabiendo que en el reembolso las divisas que recibirían tendrían probablemente muy poco valor. También es importante aclarar que si las naciones deudoras hubieran emitido bonos en lugar de haber convenido préstamos bancarios, la incapacidad para el pago hubiera significado un incumplimiento directo, y no una **renegociación**. Por ejemplo, en una crisis de endeudamiento internacional similar que ocurrió durante la década de los años treinta, se presentaron incumplimientos en la mayoría de los bonos en dólares estadounidenses emitidos en el extranjero.⁸

La crisis del endeudamiento se hizo obvia por primera vez cuando, en agosto de 1982, México anunció que no podría satisfacer los reembolsos programados sobre sus casi 100 mil millones de dólares de deuda externa. En el año posterior a tal declaración, 47 naciones deudoras estaban iniciando negociaciones con sus acreedores y con organizaciones internacionales tales como el FMI y el Banco Mundial para reprogramar sus pagos. Las negociaciones involucraban posibles cambios de magnitud, de vencimiento y de composición monetaria de la deuda. Las pláticas con un “cártel de deudores” y el incumplimiento por parte de los deudores condujeron finalmente a la amenaza de que los bancos acreedores y sus gobiernos dejarían de conceder créditos futuros. Éste fue el antecedente de las intensas negociaciones que se desarrollaron entre los deudores y los acreedores y que se extendieron a lo largo de toda la década de los años ochenta. Los acreedores sabían que los deudores repudiarian sus compromisos si el valor de la deuda repudiada excedía al valor presente de los costos de repudiación bajo la forma de un acceso negado al crédito futuro.⁹

⁸Véase Barry Eichengreen, “Resolving Debt Crisis: An Historical Perspective”, National Bureau of Economic Research, Documento de trabajo No. 2555, abril de 1988.

⁹El problema de las negociaciones entre acreedores y deudores se ajusta claramente al paradigma de la teoría de juegos no cooperativa, y en efecto, la crisis de endeudamiento motivó numerosos documentos dentro de este contexto. Véase, por ejemplo, Jonathan Eaton y Mark Gersovitz, “Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis”, *Review of Economic Studies*, abril de 1981, pp 289-309.

Las causas

Numerosos factores se combinaron para hacer que la crisis fuera tan severa como lo fue. Si consideramos los desarrollos que se suscitaron sin seguir ningún orden en particular, podemos citar los siguientes aspectos:

1. En los años de 1979 y de 1980 hubo una disminución de 27% en los precios de las mercancías básicas y empezó una recesión tanto en los países en vías de desarrollo como en los países desarrollados. Esto significó que los ingresos por exportaciones de las naciones deudoras que dependían de la venta de mercancías básicas en el extranjero estaban decayendo y, sin embargo, era precisamente a partir de estos ingresos por exportaciones que se tenían que servir las deudas. Los préstamos habían sido solicitados y concedidos tomando como base una expectativa de precios crecientes de mercancías básicas así como de ingresos crecientes por exportaciones; sin embargo, sucedió exactamente lo opuesto.
2. Las deudas estaban denominadas en dólares estadounidenses y en 1980 el dólar estadounidense inició un ascenso tan espectacular que en 1985 había casi duplicado su valor contra las demás monedas principales. Los banqueros y los prestatarios no habían anticipado este incremento en el dólar.
3. Las tasas de interés experimentaron un incremento sin precedentes después de que sobrevino el cambio hacia la política monetaria antiinflacionaria en el mes de octubre de 1979, en el que la tasa preferencial de Estados Unidos alcanzó un nivel "pico" de 20%. Esto hizo que el pago de intereses se volviera difícil para muchos prestatarios y que el reembolso del principal se volviera prácticamente imposible.
4. Una parte sustancial de los fondos solicitados en préstamo no se había dedicado a aquellos tipos de inversiones que hubieran sido capaces de generar un ingreso útil para el servicio de las deudas. Más bien, gran parte de la deuda se había usado para subsidiar el consumo. Además, era difícil eliminar estos subsidios y por lo tanto hubo continuidad en la solicitud de préstamos. Muchas naciones deudoras se encontraban en el filo de la navaja, puesto que por una parte se arriesgaban a revueltas o revoluciones si reducían sus subsidios y por la otra se arriesgaban al aislamiento de las naciones acreedoras si los mantenían. En la parte más alta de la crisis de endeudamiento a mediados de la década de los ochenta, las visitas de los funcionarios del FMI a las naciones deudoras para fomentar una reducción en el consumo y en el subsidio frecuentemente se encontraban con protestas. En su esfuerzo por obligar a una reorganización económica de los deudores condicionando la ayuda en el regreso a las fuerzas de mercado, en muchos países en vías de desarrollo el FMI se convirtió en un villano ante los ojos de los pobres.

El temor

El principal temor de los funcionarios estaba representado por las consecuencias de los fracasos bancarios ocasionados por incumplimientos inminentes. Este temor se basaba en la perspectiva de que las pérdidas excederían al capital de muchos bancos y, por lo tanto, los efectos no se limitarían a los accionistas bancarios. Más bien, las pérdidas se distribuirían entre los depositarios. Podría haber efectos dañinos en los bancos si los gobiernos no los respaldaban mediante la compra de las deudas incobrables. Los apoyos a los bancos eran visualizados por muchos individuos como inflacionarios.¹⁰ Muchos argumentaron, por con-

¹⁰Es difícil apoyar este punto de vista si todo lo que hicieran los gobiernos fuera prevenir un derrumbe de sus ofertas de dinero. De hecho, el fracaso de los gobiernos para prevenir pérdidas sobre depósitos hubiera sido casi con toda certeza deflacionario, como lo fue en la década de los años treinta; por su parte, el mantenimiento de los niveles de depósitos, de haberse hecho de manera adecuada, debería haber sido una acción neutral.

siguiente, que las consecuencias de las crisis de endeudamiento estarían representadas por un pánico financiero y por una inflación galopante.

El manejo de la crisis

El hecho de que la década de los años ochenta haya terminado sin el advenimiento de numerosos fracasos bancarios y sin cuantiosos caos financieros refleja la reprogramación paulatina que ocurrió, un prolongado periodo de crecimiento económico que fue desde 1982 hasta 1990, y cierto número de medidas tomadas por los bancos y las organizaciones internacionales. Algunas de las acciones más notables que se emprendieron se listan a continuación:

1. En 1982, la Tesorería de Estados Unidos y la Reserva Federal extendieron \$1.7 mil millones de dólares en créditos a corto plazo a México para ayudarlo a mantener sus pagos y participaron con otros gobiernos de países desarrollados en la concesión de préstamos a Brasil y Argentina.
2. Entre 1982 y 1984, el FMI y el Banco Mundial obtuvieron \$12 mil millones de dólares en créditos para apoyo transitorio. Los cuales estuvieron disponibles para las seis naciones más deudoras de Latinoamérica bajo la condición de que adoptaran políticas económicas austeras. Estas políticas incluían devaluaciones y la eliminación de subsidios y fueron diseñadas para dar curso a los cambios estructurales que se necesitaban para dar el tratamiento adecuado a los problemas en el largo plazo.
3. En 1983 y en 1984, los bancos acreedores privados estuvieron de acuerdo entre ellos mismos y con sus deudores en reprogramar los pagos, alargando así el intervalo de reembolso. Esto requirió de una considerable cooperación porque cada banco acreedor debía resistir la tentación de tomar su dinero primero.
4. En 1985, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker, propuso \$20 mil millones de préstamos bancarios privados adicionales para las naciones deudoras y se ofreció a hacer los arreglos necesarios para conseguir \$9 mil millones de préstamos nuevos del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo. La **Iniciativa Baker** mostró el reconocimiento de que la interdependencia económica entre naciones requería que los deudores fueran capaces de continuar comprando grandes volúmenes de importaciones.
5. En 1988, los bancos acreedores más expuestos, conducidos por el Citibank de Nueva York, empezaron a cancelar sus deudas incobrables a los países del tercer mundo. Esto redujo el nivel de deudas reportadas en sus libros cuantificándolas con base en niveles más realistas y marcó un reconocimiento en el sentido de que los bancos aceptarían las consecuencias de los errores cometidos en el pasado.
6. En 1989, durante las reuniones de los siete grandes (G-7) que se realizaron en París, Japón ofreció \$65 mil millones a lo largo de 5 años para las naciones necesitadas. Una parte de esos recursos fue asignada para dar apoyo al programa de Estados Unidos tendiente a aligerar la deuda del tercer mundo.
7. También en 1989, México y un comité que representaba casi a 500 bancos acreedores estuvo de acuerdo con el **Plan Brady**, llamado así por el secretario del Tesoro estadounidense, Nicholas Brady. Dicho plan permitía a cada acreedor elegir una de tres opciones: podía perdonar 35% del principal de préstamos antiguos, reducir las tasas de interés a 6.25%, o proporcionar nuevos préstamos.

La experiencia con la crisis de endeudamiento del tercer mundo muestra la medida en que nos hemos vuelto económica y financieramente interdependientes. Las naciones han llegado a reconocer que el fracaso de los bancos de otros países se derramará sobre sus

propios bancos y que los recesos económicos entre sus clientes perjudicarán a sus propias empresas que abastezcan a estos clientes. A través de frecuentes reuniones cumbre de índole económico entre los líderes nacionales y a través de un contacto aún más frecuente entre los banqueros centrales y otros funcionarios mayores, los países han estado cooperando. Se ha llegado a reconocer que el bien común ya no puede lograrse a través de una acción competitiva e independiente y esta perspectiva fue indudablemente parte del cambio en el pensamiento que originó el Acuerdo Plaza en 1985.

Intervención cooperativa: la era de los convenios del Hotel Plaza, 1985 y años subsecuentes

A través del ascenso en el valor del dólar que se observó a principios de la década de los ochenta, la administración estadounidense argumentó repetidamente que la apreciación del dólar era un signo de confianza en la economía de Estados Unidos y que el libre mercado se ocuparía de los tipos de cambio si éstos se llegaban a encontrar muy lejos de la línea establecida. Sin embargo, muchos economistas argumentaron otras situaciones, y afirmaron que el persistente incremento en el dólar estadounidense era el resultado de un creciente déficit fiscal de la Unión Americana, el cual era demasiado grande como para ser financiado por las ventas de bonos a estadounidenses. El déficit fiscal requería de la solicitud de préstamos provenientes de ahorradores extranjeros tales como Japón o Alemania. Las compras de bonos realizadas por los japoneses, los alemanes y otros inversionistas extranjeros significaban una demanda de dólares estadounidenses cuando se pagaban los bonos y esto impulsaba hacia arriba el valor del dólar. Además, muchos economistas argumentaban que debido al hecho de que un tipo de cambio flexible daba como resultado una balanza de pagos equilibrada, el flujo de entrada de capital y el superávit resultante en la cuenta de capital requería de un déficit correspondiente en la cuenta corriente y esto se lograba a la vez a través de un dólar sobrevaluado para Estados Unidos.

A medida que los flujos de entrada de capitales de Estados Unidos y los déficits en la cuenta corriente aumentaron de nivel, la respuesta de la Unión Americana consistió en dejar la política fiscal en el lugar en el que se encontraba e impulsar hacia abajo el dólar mediante una intervención en el mercado cambiario. La decisión de asumir este cambio de política se tomó durante la reunión que se celebró en el año de 1985 en el Hotel Plaza de Nueva York. El Acuerdo Plaza marcó un cambio fundamental en las trayectorias del dólar estadounidense. Durante los años subsiguientes, el dólar vio cancelados sus primeros aumentos de valor contra las otras divisas básicas y con gran frecuencia la disminución era muy rápida. A pesar de esta espectacular depreciación, la balanza comercial de Estados Unidos empeoró aún más.

Ocupando la caída del dólar las primeras planas de los periódicos, la atención se centró en la manera en que podría evitarse que el dólar decayera aún más. Se organizaron diversas reuniones económicas cumbre que reunían a los líderes mundiales y durante éstas la volatilidad de los tipos de cambio se convirtió en un aspecto de importancia central. Estas reuniones cumbre dieron lugar al Acuerdo del Louvre que se celebró en París en 1987 y en la cual los siete grandes países industriales decidieron cooperar en lo referente a asuntos relacionados con los tipos de cambio para lograr una mayor estabilidad. Este acuerdo marcó un cambio hacia una flotación sucia orquestada o hacia una **flotación manejada**. La razón para coordinar la administración de la flotación radicaba en el hecho de que los flujos privados de capitales se habían vuelto tan grandes que para el país cuya divisa estaba cayendo se había vuelto difícil reunir reservas cambiarias sufi-

cientes para mantener estable su tipo de cambio. Sin embargo, ya que los países nunca llegaron a encontrarse “escasos” con relación a sus propias divisas, les fue posible prevenir de manera indefinida que sus tipos de cambio aumentaran. Por consiguiente, al convenir en administrar los tipos de cambio de una manera cooperativa, se sentía que las autoridades podrían mantenerlos estables, aun a la luz de la muy copiosa especulación privada.

El convenio de intervenir de manera conjunta en los mercados cambiarios sobrevino con el acuerdo de someterse a una mayor consulta y coordinación en el ámbito de la política fiscal y monetaria. Esta coordinación era necesaria porque, como se indicó en el anexo 9.2, cuando los países trabajaban en forma combinada para mantener sus tipos de cambio, la inflación que empezara en un país podría ser fácilmente exportada a los demás. Por ejemplo, se tenía el temor de que si Estados Unidos mantenía su muy expansionista política fiscal y monetaria, el dólar decayera, forzando así a los demás países a comprar dólares y, por ende, a vender sus divisas, incrementando con ello sus ofertas de dinero. Japón, Alemania Occidental y los demás países del grupo de los siete grandes tenían el temor de que el déficit fiscal de Estados Unidos finalmente obligara a este país a expandir su oferta de dinero, y por lo tanto, el acuerdo de cooperar con él se encontraba vinculado con los esfuerzos de la Unión Americana por reducir su déficit.

El sistema que emergió del Acuerdo del Louvre, el cual fue reafirmado en las reuniones económicas cumbre que se realizaron en forma subsecuente, se basa en tipos de cambio flexibles pero capacita a las autoridades para que periódicamente divulguen cuáles son los rangos comerciales de los tipos de cambio que consideran como apropiados. La intervención se usa para tratar de mantener mercados ordenados dentro de las zonas objetivo. Sin embargo, como lo demostramos en el capítulo 8, la amenaza de una intervención ayuda a proporcionar estabilidad porque entre más cerca se encuentren los tipos de cambio de los límites de sus zonas objetivo, mayor será la probabilidad de que sobrevenga una intervención oficial. Por ejemplo, entre más decaiga el dólar hacia el límite inferior de la zona objetivo, mayor será la probabilidad de que sobrevenga una compra oficial del dólar; esto conduce a los especuladores a comprar dólares antes de que ocurra la intervención, lo cual ayuda a mantener el dólar dentro de la zona objetivo. Sin embargo, a pesar de las predicciones que han hecho diversas investigaciones con relación a las zonas objetivo en el sentido de que la intervención no tendría que ocurrir, en la práctica la intervención ha ocurrido en muchas ocasiones, incluyendo, por ejemplo, las amplias compras de dólares estadounidenses durante el verano de 1994 y la primavera de 1995. A pesar de la intervención en el mercado cambiario, en abril de 1995 el dólar decayó hasta alcanzar los típicos niveles bajos de la postguerra, cotizándose a sólo 80 yenes japoneses. (En 1985, el dólar valía más de 250 yenes.) Un ejemplo adicional de intervención que fracasó fue la “crisis del peso” de diciembre de 1994, cuando a pesar de las cuantiosas compras que se efectuaron el peso mexicano decayó hasta casi 40%.

EL PRESENTE

Si un punto es claro a partir de nuestra breve descripción acerca de la historia del sistema financiero internacional, es que éste ha evolucionado en respuesta al medio al cual atiende. Por ejemplo, el cambio del patrón oro al patrón adoptado en Bretton Woods se presentó como respuesta a la política de empobrecer al vecino y a la política proteccionista del tipo de cambio que se adoptaron durante la Depresión y la guerra. Como reacción a estas devaluaciones competitivas, el sistema que se eligió estuvo caracterizado por una extremosa

rigidez de los tipos de cambio. Con la sacudida del petróleo que se observó a finales de la década de los sesenta y a principios de la década de los setenta, la rigidez de Bretton Woods no pudo proporcionar el ajuste que se necesitaba entre las naciones que usaban petróleo y las naciones que lo producían y, por tanto, después de 1973, prosiguió un periodo de flexibilidad en los tipos de cambio. Con la creciente interdependencia financiera y económica que se creó como resultado de la desregulación financiera y del crecimiento en el comercio, y con los masivos desequilibrios estructurales de los déficits comerciales y fiscales, la desbocada flexibilidad de la década de los setenta y de principios de la década de los ochenta fue reemplazada por la mayor cooperatividad que se observaba en el Acuerdo Plaza y en el Acuerdo del Louvre. La cuestión más obvia y que reviste importantes implicaciones para la conducción futura de los negocios internacionales es: ¿Hacia dónde nos dirigimos? Puesto que es probable que la dirección que tomemos sea nuevamente una respuesta a las condiciones actuales, la respuesta requiere que identifiquemos los problemas a los que nos enfrentamos hoy en día. Éstos incluyen los siguientes aspectos:

1. Un cambio en el poder económico global.
2. Desequilibrios comerciales crecientes asociados con el cambio en el poder económico.
3. Preocupaciones ambientales crecientes relacionadas con los flujos financieros y comerciales de tipo internacional.
4. La necesidad de seleccionar un nivel apropiado de flexibilidad en los tipos de cambio.

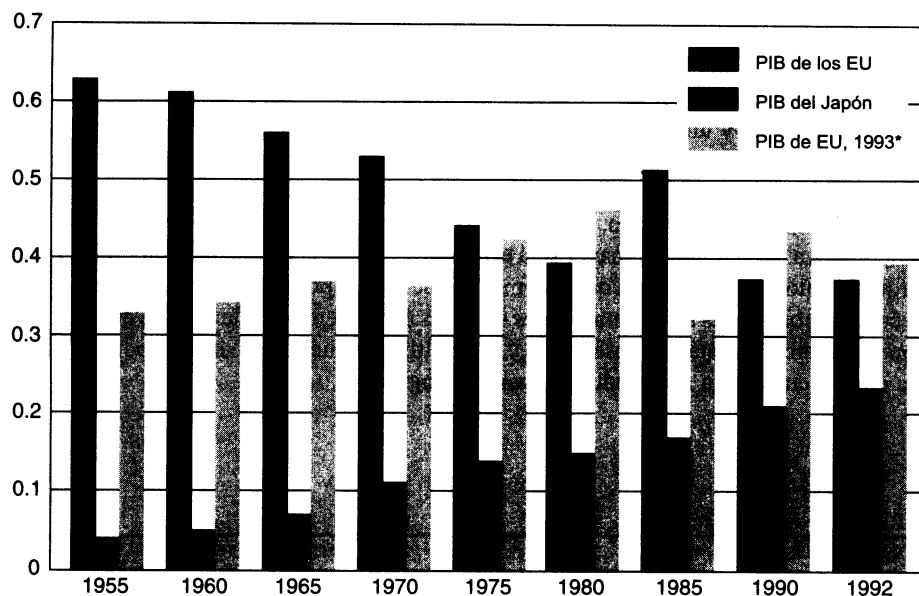
Consideremos cada uno de estos aspectos y la forma en que podría influir en el futuro.

EL FUTURO

Cambios en el poder económico global

A finales de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos era la potencia dominante del mundo libre, y por lo tanto resulta poco sorpresivo que el sistema financiero internacional adoptado en Bretton Woods en julio de 1944 representara en gran medida el plan de Estados Unidos. Como lo predeciría una aplicación de la teoría de juegos, en aquellas situaciones en que se involucraba un jugador extremadamente dominante, las soluciones invariablemente asumían una forma que estaba de acuerdo con las preferencias del jugador dominante. La “regla del oro” afirma que “el que tiene el oro hace las reglas”, y en 1944 Estados Unidos mantenían la mayoría de las reservas oficiales de oro del mundo libre, aproximadamente 75%.

La hegemonía económica de Estados Unidos al final de la Segunda Guerra Mundial se había visto erosionada por el fenomenal desempeño económico de los países del Sur de Asia Oriental, principalmente Japón, la República Popular de China y los “cuatro tigres” (Hong Kong, Singapur, Taiwán y Corea del Sur) así como por la fuerza en aumento de una Europa crecientemente integrada. Este cambio en el equilibrio del poder económico puede verse claramente en la figura 9.1. Esta figura revela que en la actualidad existe una mayor compartición del poder económico entre Estados Unidos, Europa y Japón. Esto significa que ya no podemos predecir los cambios económicos de importancia, como los cambios en la naturaleza del sistema financiero internacional, simplemente mediante el estudio de las preferencias de cualquier país. En una situación que involucre a tres jugadores que puedan formar coaliciones, los resultados son notoriamente difíciles de



* Todos los datos para la Unión Europea se basan en los 12 miembros suscritos al 31 de diciembre de 1993.

FIGURA 9.1 Los cambios en el poder económico

El PIB de Estados Unidos, como una fracción de los PIBs de la Unión Americana, de Europa y de Japón, disminuyó durante el periodo de la postguerra. La mayor uniformidad en la distribución del poder económico ha hecho que sea más difícil predecir cambios en el sistema financiero internacional. (Fuente: International Monetary Fund, *International Financial Statistics Yearbook*, 1993, e *International Financial Statistics*, marzo de 1994.)

predecir. [Los siete grandes pueden concebirse como tres grupos: Norteamérica (Estados Unidos y Canadá), Europa (Alemania, Gran Bretaña, Francia e Italia) y Japón.] En efecto, si asociamos el poder con el producto económico, un país con 20% del poder, aproximadamente la participación de Japón, tiene un poder igual al de los otros dos jugadores, Estados Unidos y Europa, quienes tienen cada uno de ellos 40% de los productos combinados de los países. Japón tiene un poder igual porque al formar una coalición con cualquier unidad económica más grande, el país pequeño mantendrá el equilibrio del poder. Así pues, cada país mantiene el equilibrio del poder. Por lo tanto, ¿qué podemos decir acerca de la probable evolución del sistema financiero internacional y del sistema económico a la luz de esta realidad económica alterada?

Una clara consecuencia del nuevo equilibrio del poder radica en la necesidad de que cada una de las partes integrantes consulte a las demás. Ningún poder puede, en forma aislada, correr el riesgo de desencadenar acciones por parte de los otros dos. El reconocimiento de la necesidad de cooperar se ha manifestado a sí mismo en las reuniones cumbre de los siete grandes, en la política de intervención cooperativa del tipo de cambio del Acuerdo Plaza y del Acuerdo del Louvre, en las frecuentes reuniones de los banqueros centrales líderes bajo el auspicio del Banco para Liquidaciones Internacionales (Bank for International Settlements, véase anexo 9.3), en la renovada atención que se presta a las negociaciones de tarifas, y en los numerosos aspectos que tienen que ver con las cuestiones fiscales, con las tasas de interés y con otras políticas. Parece ser probable que con una creciente interdependencia financiera y económica, el evolucionante sistema financiero internacional implicará una cooperación aún más estrecha.

Una de las consecuencias de una compartición más equilibrada del poder económico es el surgimiento potencial de los tres bloques de comercialización de monedas, un bloque de dólares basado en las Américas, un bloque en yenes centrado alrededor del comercio japonés, y un bloque en marcos alemanes centrado en el comercio germano dentro de la Unión Europea. Como lo indicamos en el cuadro 1.2 del capítulo 1, existe amplia evidencia de un regionalismo creciente del comercio con los riesgos asociados de un proteccionismo en aumento. Obviamente, entre más grandes se vuelvan los bloques comerciales a nivel regional, mayor será el peligro de un proteccionismo comercial, tanto porque los bloques consideran que hay menos que perder por las restricciones comerciales como porque en las áreas comerciales mayores un número más elevado de circunscripciones comerciales están representadas y estas últimas tienen cierto interés por mantener una competencia para sus productos más restringidos.

ANEXO 9.3

The Bank for International Settlements (Banco de Liquidaciones Internacionales)

El Banco de Liquidaciones Internacionales (Bank for International Settlements, BIS) es la institución financiera internacional más antigua del mundo, habiendo estado en operación desde el año de 1930. El siguiente reporte acerca del BIS, preparado por el Federal Reserve Bank of New York, señala las importantes funciones que desempeña esta institución.

El Banco de Liquidaciones Internacionales es un "banco" para los bancos centrales.

Casi todos los bancos centrales Europeos, así como los de Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Sudáfrica, participan en, o se encuentran estrechamente relacionados con, las diversas actividades del BIS.

Teniendo su sede en Basilea, Suiza, el BIS asiste a los bancos centrales en lo referente a la inversión de reservas monetarias; proporciona un foro para la cooperación monetaria internacional; actúa como agente o como fideicomisario en la ejecución de contratos de préstamos internacionales; y realiza una extensa investigación económica.

Al administrar los fondos de los bancos centrales, el BIS participa en los tipos tradicionales de inversión. Los fondos que no se requieren como préstamos para otros bancos centrales se colocan en los mercados financieros mundiales. Las principales formas de inversión incluyen a los depósitos en bancos comerciales y las compras de papel comercial negociable a corto plazo, incluyendo los *treasury bills* de Estados Unidos. Estas operaciones representan actualmente una porción mayor de las actividades de negocios del banco. . .

Al actuar en pro de la cooperación internacional, el BIS proporciona un foro para los gobernantes de ciertos bancos

centrales incluyendo a la Reserva Federal. Los representantes de las instituciones internacionales se reúnen 10 veces al año en el BIS para llevar a cabo discusiones sobre la política monetaria actual. Toda vez que varios bancos centrales de los países de Europa Oriental también son miembros del BIS, el banco funge como un foro para los contactos entre el Oriente y Occidente. . .

Al realizar operaciones bancarias, el BIS está obligado, por sus propios estatutos, a garantizar la conformidad con la política monetaria de los bancos centrales involucrados.

El BIS tiene la forma legal de una corporación como lo establece su escritura constitutiva en su calidad de organización internacional originada a partir del Acuerdo Hagúe, y una junta directiva que es responsable por las operaciones del banco.

La junta directiva se encuentra formada por los gobernantes de los bancos centrales de Bélgica, Francia, Alemania Occidental, Italia y el Reino Unido, así como por cinco representantes de las finanzas, de la industria o del comercio, siendo nombrado cada uno de ellos por los gobernantes de estos cinco bancos centrales. . .

Como organización internacional, el BIS desempeña varias funciones como depositario y como fideicomisario para los grupos oficiales. Por ejemplo, el BIS proporciona el secretariado para el Comité de Gobernantes de los bancos centrales de la Comunidad Europea y para la junta de gobernantes del Fondo de Cooperación Monetaria Europea, así como para sus subcomités y grupos de expertos, quienes a su vez preparan documentos para los gobernantes del banco central.

Fuente: Bank for International Settlements, Fedpoints 22, Federal Reserve Bank of New York, sin fecha.

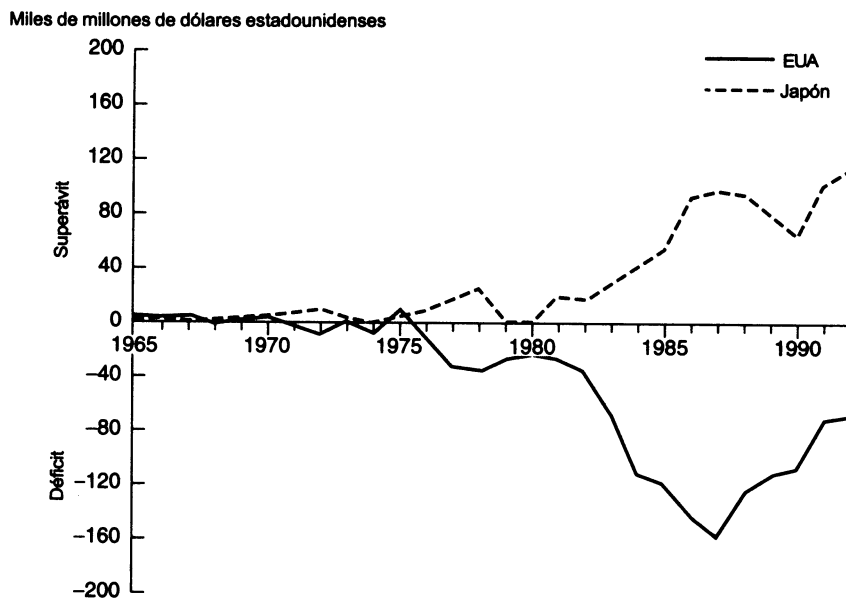


FIGURA 9.2 Déficits y superávits comerciales de Estados Unidos y Japón, 1965-1992
 (Fuente: *Direction of Trade*, International Monetary Fund, Washington D.C., 1993.)

Desequilibrios comerciales

Aunque siempre han existido los desequilibrios en el comercio, ha habido una preocupación creciente desde mediados de la década de los ochenta en el sentido de que los desequilibrios comerciales se han vuelto más grandes y más persistentes. Por ejemplo, la figura 9.2 muestra los desequilibrios comerciales generales de Estados Unidos y de Japón. Muestra un crecimiento continuo en el superávit de Japón, y un continuo y alto déficit en Estados Unidos. Aun una muy importante apreciación de yen japonés desde 1985 hasta 1995 no ha logrado invertir la dirección del superávit del Japón. El déficit de Estados Unidos, aunque es más pequeño que el observado a mediados de la década de los ochenta, aún persiste a pesar de una depreciación general del dólar *vis-a-vis* el yen, el marco alemán y varias otras divisas principales.

Aun cuando los países tengan desequilibrios generales en el comercio, los superávits y los déficits bilaterales están condenados a existir. Lo que sucede es que los superávits de los cuales disfruta un país con algunas naciones se ven correspondidos por los déficits que se observan en otros países. Por ejemplo, Estados Unidos podría tener un déficit con Japón y un superávit compensante con Centroamérica y con Sudamérica. De manera similar, el superávit de Japón con Estados Unidos podría compensar un déficit con América Central y con Sudamérica. Todos los países podrían, al menos en principio, tener un comercio general equilibrado. A pesar de que este argumento puede mitigar ansiedades acerca de los datos recientes sobre el **comercio bilateral**, se ha prestado una sustancial atención a un desequilibrio bilateral, en particular, el que existe entre Estados Unidos y Japón.¹¹ Como lo muestra la figura 9.3, este desequilibrio ha crecido hasta

¹¹Si se desea una descripción de este desequilibrio y de su significado, o de su falta de significado, véase Alison Butler, "Trade Imbalances and Economic Theory: The Case for a US-Japan Trade Deficit", en *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo/abril de 1991, pp. 16-31.

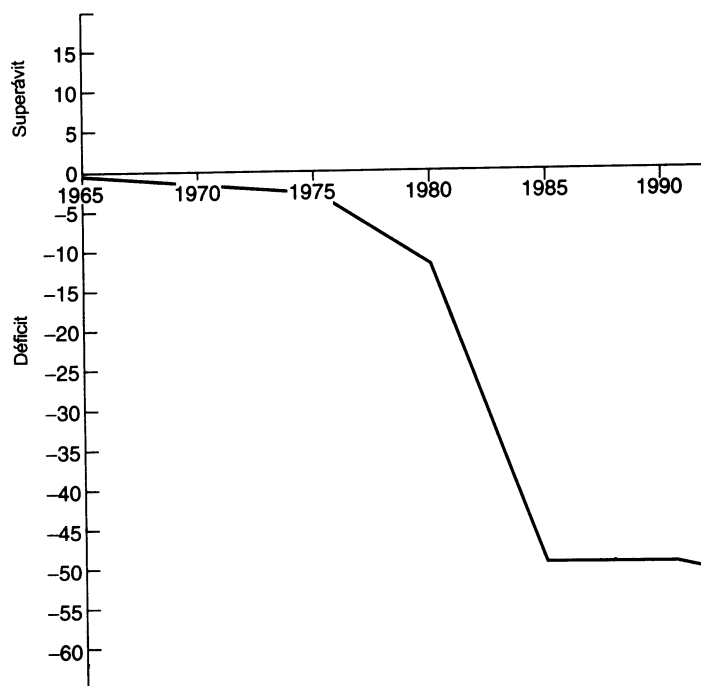


FIGURA 9.3 Déficit comercial bilateral de Estados Unidos con Japón
(Fuente: *International Financial Statistics Yearbook*, International Monetary Fund, Washington D.C. 1993).

alcanzar aproximadamente \$50 mil millones a principios de la década de los noventa y no ha mostrado signos de invertir su dirección. El desequilibrio ha sido un factor irritante en las relaciones Estados Unidos-Japón, culminando con el fracaso para tomar una acción después de una reunión de “emergencia” que se celebró en Washington D.C. en febrero de 1994. El peligro radica en que a pesar de que los desequilibrios bilaterales sean inevitables, cuando se percibe que resultan de prácticas comerciales injustas pueden crear un incentivo para que se tomen acciones comerciales que interfieran con el flujo internacional de bienes y servicios. En caso de que persistan los desequilibrios comerciales, podemos esperar un incremento en las negociaciones bilaterales fuera de las organizaciones del comercio internacional, tales como la Organización Mundial de Comercio (OMC).

Perjuicios ambientales y finanzas internacionales

Aunque el ambiente natural y las finanzas internacionales podrían parecer desconectados entre sí, los dos aspectos se conjuntan alrededor de las acciones de una importante institución financiera internacional, el **Banco Mundial (World Bank)**. También conocido con el nombre de **International Bank for Reconstruction and Development**, el Banco Mundial ha estado asistiendo a las naciones en vías de desarrollo desde su creación a partir del acuerdo Bretton Woods en el año de 1944. Hoy en día, los préstamos del Banco Mundial alcanzan un total de \$24 mil millones por año. A pesar de varios intentos tendientes a incorporar las consideraciones ambientales dentro de las políticas de préstamos del Banco Mundial, se ha argumentado que dicha institución ha contribuido al daño ambien-

tal y social en una escala masiva. A causa del financiamiento de presas que han inundado terrenos agrícolas de primera calidad y antiguas aldeas, y al financiar la construcción de carreteras dentro de bosques que han quedado despojados y que antiguamente proporcionaban acceso a mineros y granjeros, el banco ha sido acusado de contribuir a una amplia destrucción del ambiente global.¹² Por ejemplo, en una revisión interna realizada en el año de 1993 se encontró que más de 37% de ciertos proyectos recientemente evaluados ni siquiera satisfacían las propias metas de desempeño social y ambiental del banco.¹³ Con una creciente preocupación por el ambiente, podemos esperar una creciente presión sobre las instituciones nacionales y sobre los gobiernos nacionales para que asuman prácticas de préstamos y/o prácticas comerciales “más verdes”. Por ejemplo, se podrían establecer embargos sobre recursos no renovables, como ha sucedido con el marfil y con los animales en peligro de extinción. Aunque hasta este momento la acción contra los países ha estado limitada principalmente a las organizaciones de interés público, ya se ha iniciado la etapa adecuada para emprender una acción más amplia, parte de la cual probablemente involucrará a las agencias oficiales.

Grado de flexibilidad de los tipos de cambio: tipos de cambio fijos versus flexibles

Durante el siglo pasado, el péndulo se estuvo desplazando hacia un extremo y hacia el otro entre tipos de cambio fijos y flexibles. En lugar de terminar este capítulo especulando sobre el siguiente experimento que habrá en los acuerdos de las finanzas internacionales, listemos los pros y los contras de los tipos de cambio fijos *versus* los flexibles. Los argumentos que listamos parecen estar destinados a circular continuamente mientras siga habiendo debates sobre el sistema “ideal”. A partir de los argumentos que presentamos, debería ser evidente que cualquier sistema tiene puntos débiles. El lector podrá formular su propio juicio en relación con el hecho de si nos desplazaremos en mayor o menor medida hacia la flexibilidad en el tipo de cambio a partir de nuestro actual sistema de flotación manejada. Primeramente, presentaremos los argumentos que favorecen a los tipos de cambio flexibles.

Argumentos en favor de los tipos de cambio flexibles¹⁴

Mejor ajuste

Uno de los argumentos más importantes para los tipos de cambio flexibles es que proporcionan un mecanismo de ajuste menos doloroso para los desequilibrios comerciales que el de los tipos de cambio fijos. Por ejemplo, un déficit incipiente en los tipos de cambio flexibles causará meramente una disminución en el valor cambiario de una divisa, en lugar de requerir una recesión para reducir el ingreso o los precios, como sucedería con los tipos de cambio fijos. Sin embargo, deberíamos hacer notar que la disminución en el valor de la divisa de una nación aún puede remediar un déficit comercial reduciendo el ingreso

¹²Un ataque mordaz contra las prácticas de préstamos del Banco Mundial, se encuentra en Bruce Rich, *Mortgaging the Earth*, Beacon Press, Boston, 1994.

¹³Véase Emily T. Smith, “Is the World Bank a World Menace?” *Business Week*, marzo 21 de 1994.

¹⁴El caso clásico para los tipos de cambio flexibles ha sido establecido por Milton Friedman en “The Case for Flexible Exchange Rates”, en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953, y por Egon Sohmen en *Flexible Exchange Rates: Theory and Controversy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.

real (el nivel de precios ajustado) y los sueldos. Los productos de un país se pueden volver más competitivos ya sea mediante una reducción de los precios en moneda local o mediante una reducción en el valor cambiario de la divisa en cuestión. Por razones políticas y sociales, puede ser impráctico reducir los salarios en moneda local, por tanto, en lugar de ello, puede ser necesario reducir el valor internacional de una moneda.

Podemos estudiar en dos formas la manera en que la devaluación o la depreciación de una moneda reducirá los salarios reales. Primeramente, tal evento significa un costo más alto en las importaciones y en los bienes comerciables nacionalmente producidos, lo cual aumentará el costo de la vida y así reducirá el poder adquisitivo de los salarios locales. Segundo, cuando los salarios o ingresos de los trabajadores de diferentes países son clasificados en términos de una divisa común, la caída en el valor de una moneda significará que los salarios y los ingresos de ese país decaerán *vis-a-vis* los de otros países. De tal manera, debería ser evidente que una reducción en el valor de una moneda por la vía de los tipos de cambio flexibles representa una alternativa para una disminución relativa en los salarios y precios en moneda local tendiente a corregir los déficits en los pagos. La preferencia por los tipos de cambio flexibles sobre la base de un mejor ajuste se basa en el potencial para prevenir las reacciones adversas de los trabajadores reduciendo indirectamente los salarios reales.

Mejor confianza

Como corolario para un mejor ajuste se ha alegado que si los tipos de cambio flexibles evitan que un país tenga déficits fuertes y persistentes, habrá más confianza en ese país y en el sistema financiero internacional. Una mayor confianza significa un menor número de intentos por parte de los individuos o de los bancos centrales para reajustar las carteras de divisas y con ello se consiguen mercados cambiarios más apaciguados.

Mejor liquidez

Los tipos de cambio flexibles no requieren que los bancos centrales mantengan reservas de divisas puesto que no existe necesidad de intervenir en el mercado de divisas. Esto significa que el problema de tener una liquidez insuficiente (reservas internacionales de divisas) no existe cuando se tienen tipos de cambio verdaderamente flexibles, y que no ocurrirán aquellas devaluaciones competitivas encaminadas a garantizar una participación más grande dentro de un acervo total inadecuado de reservas.

Ganancias provenientes de un comercio más libre

Cuando se presentan déficits bajo un sistema de tipos de cambio fijos, las tarifas y las restricciones sobre el flujo libre de bienes y de capitales abundarán de manera invariable. Si, mediante el mantenimiento de un equilibrio externo, los tipos de cambio flexibles evitan la necesidad de imponer estas regulaciones, las cuales son muy costosas de implantar en forma obligatoria, entonces se podrá disfrutar de las ganancias provenientes del comercio y de las inversiones internacionales.

Forma de evitar el llamado “problema del peso”

Durante la década de los ochenta, México luchó mucho por mantener el peso fijo al dólar estadounidense a pesar de la opinión ampliamente difundida de que finalmente se vería obligado a devaluar su moneda. Para evitar que los inversionistas retiraran fondos de México (para esquivar pérdidas) cuando finalmente ocurriera la devaluación, el gobierno mexicano tuvo que mantener las tasas de interés a un nivel alto. Esas tasas fueron la

consecuencia de la adopción de tipos de cambio fijos y sofocaron la inversión y la creación de empleos. Debido a la situación en la cual se identificó este problema, la persistencia de las altas tasas de interés ocasionadas por una devaluación demorada a causa de la adopción de tipos de cambio fijos llegó a conocerse como el **problema del peso**.

Interdependencia creciente de la política

El mantenimiento de un tipo de cambio fijo puede obligar a un país a seguir la misma política económica que sus principales socios comerciales. Por ejemplo, como lo hemos visto, si Estados Unidos permite un rápido crecimiento en la oferta de dinero, esto tenderá a impulsar hacia arriba los precios de Estados Unidos y a bajar las tasas de interés (en el corto plazo), causando lo primero un déficit o un deterioro en la cuenta corriente y lo último un déficit o un deterioro en la cuenta de capital. Si, por ejemplo, el dólar canadiense se mantuviera fijo al dólar estadounidense, el déficit de la Unión Americana significaría, muy probablemente, un superávit en Canadá. Esto impulsaría hacia arriba la presión sobre el dólar canadiense, obligando al Banco de Canadá a vender dólares canadienses y por lo tanto a incrementar la oferta de dinero de Canadá. En este caso, un incremento en la oferta de dinero de Estados Unidos ocasionaría un incremento en la oferta de dinero canadiense. Sin embargo, si los tipos de cambio fueran flexibles, todo lo que sucedería es que el valor del dólar estadounidense se depreciaría contra el dólar canadiense.¹⁵

La ventaja de los tipos de cambio flexibles al permitir una acción de política independiente ha sido expresada de una manera distinta en el llamado **argumento del área monetaria óptima**, desarrollado principalmente por Robert Mundell y por Ronald McKinnon.¹⁶ Un **área monetaria** es aquella dentro de la cual *se* fijan los tipos de cambio. Un área monetaria óptima es aquella dentro de la cual los tipos de cambio *deberían* fijarse. Podemos explicar qué constituye un área monetaria óptima preguntando qué sucedería si la Unión Europea (EU) alcanzara su meta declarada bajo el Tratado de Maastricht, cuya finalidad era crear una moneda común o, dicho de otra manera, conseguir que las monedas de la Unión Europea fueran verdaderamente fijas entre sí. Podemos empezar preguntando qué sucedería si, como ocurrió a finales de la década de los ochenta, Gran Bretaña sufriera de una caída en la demanda de sus exportaciones con el resultante alto desempleo, mientras que el resto de Estados Unidos continuara creciendo.

En Gran Bretaña, la compensación en la caída de la demanda y el mitigamiento del desempleo requeriría de una expansión en la oferta de dinero. Con una moneda común a través de toda la Unión Europea, esto implicaría el riesgo de una inflación en las economías que disfrutaran de pleno empleo. Observemos así que Gran Bretaña no puede tener una política monetaria independiente. Sin embargo, si Gran Bretaña tuviera su propia divisa, entonces la oferta de dinero podría expandirse para atender el problema de Gran Bretaña. Adicionalmente, aun si no se toma una acción de política discrecional, tener una divisa separada con un valor cambiario flexible significa que este ajuste puede lograrse de

¹⁵Si se desean más detalles sobre la teoría y sobre la evidencia del vínculo entre Estados Unidos y las ofertas de dinero de otros países bajo tipos de cambio fijos y flexibles véase Richard G. Shuehan, "Does US Money Growth Determine Money Growth in Other Nations?" en *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, enero de 1987, pp. 5-14. Si se desea un punto de vista alternativo, véase Edgar L. Feige y James M. Johannes, "Was the United States Responsible for Worldwide Inflation under the Regime of Fixed Exchange Rates?" *Kyklos*, 1982, pp. 263-277.

¹⁶Véase Robert Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, septiembre de 1961, pp. 657-665, y Ronald McKinnon, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, septiembre de 1963, pp. 717-725. Véase también Harry Johnson y Alexander Swoboda (eds.), *Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1973.

manera automática; la caída en la demanda de las exportaciones de Gran Bretaña disminuiría el valor externo de la libra y tal disminución de valor estimularía las ventas de exportación. Además, una libra con un nivel más bajo alentaría a los inversionistas para que construyeran plantas en Gran Bretaña y para que tomaran ventaja de los relativamente económicos sueldos británicos *vis-a-vis* los de otros países.

El argumento de un área monetaria óptima puede llevarse aún más lejos. ¿Por qué no se podría tener una divisa separada con un tipo de cambio flexible para Gales, que forma parte de Gran Bretaña? De tal modo, una caída en la demanda de carbón o de acero, los principales productos de Gales, ocasionaría una disminución en el valor de esta divisa hipotética de Welsh, estimulando así a otras industrias para que se ubicaran en Gales. Una divisa separada también permitiría que las políticas discrecionales solucionaran las dificultades económicas específicas de la región. Y si esto se hace en Gales, entonces por qué no en Cardiff, una ciudad de Gales, o incluso en algunas partes de Cardiff? Haciendo tal argumento extensivo a Estados Unidos, ¿por qué no podría haber un dólar separado para el área del norte o un dólar separado para el área del noroeste? Bajo estas circunstancias, si sobreviniera, por ejemplo, una caída en la demanda para la madera del noroeste, el dólar de dicha región podrá declinar de valor, y con ello otras industrias se verían alentadas para desplazarse hacia el noroeste. ¿Pero qué aspectos limitan a esto?

Podemos empezar nuestra respuesta afirmando que no existe necesidad de tener un dólar separado para el noroeste si la gente de dicha región puede y está preparada para desplazarse hacia los puntos en los cuales las oportunidades sean tan abundantes que no exista desempleo. Necesitamos una divisa separada para aquellas áreas a partir de las cuales los factores de la producción no se puedan desplazar o prefieran no desplazarse. Tal idea impulsó a Robert Mundell a argumentar que el área monetaria óptima es la **región**. Una región se define como un área dentro de la cual los factores de la producción son móviles y a partir de la cual son inmóviles. Mundell argumentaba que si las áreas monetarias son más pequeñas que los países existentes, entonces habrá un considerable inconveniente al convertir divisas y habrá un riesgo cambiario en la actividad local de los negocios. Este riesgo podría ser difícil de evitar con contratos a plazo y los demás instrumentos usuales de reducción de riesgo, puesto que el área monetaria será demasiado pequeña para dar apoyo a los mercados a plazo, a futuro y a los mercados de opciones. Es decir, el área monetaria óptima, al igual que muchos otros factores, estará limitada por el tamaño del mercado. Además, los mercados monetarios de tamaño muy reducido podrían experimentar una especulación privada de tipo monopolístico. Por consiguiente, Mundell limitó el área monetaria óptima a algo más grande que una nación. Esto hace que el problema sea tal que deba preguntarse qué países deberían tener una divisa común o, alternativamente, tipos de cambio verdaderamente fijos.

Otro factor que afecta a la extensión de un área monetaria óptima está dado por el grado en el cual la actividad económica se encuentre correlacionada a lo largo de toda el área. Por ejemplo, si toda Europa siguiera el mismo ciclo de los negocios, los países podrían tener una divisa común sin tener problemas locales provenientes de tipos de cambio rígidos. Las transferencias entre áreas también pueden reducir los dañinos efectos de los tipos de cambio fijos. Se puede pagar dinero a aquellas áreas que padezcan de una divisa muy alta ocasionada por una demanda muy cuantiosa en cualquier otra parte en el área.¹⁷

¹⁷Las transferencias que se han hecho entre los estados de la Unión Americana han ayudado a ese país a mantener una divisa común. Véase Jeffrey Sachs y Xavier Sala-i-Martin, "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas; Evidence for Europe from the United States", National Bureau of Economic Research, Documento No. 3855, 1991.

La noción de que la magnitud factible mínima de un área monetaria se encuentra limitada por el mayor riesgo y por la inconveniencia de áreas más pequeña se relaciona estrechamente con uno de los principales argumentos contra los tipos de cambio flexibles: su capacidad para causar incertidumbre y para inhibir el comercio internacional. Empecemos con esta base en nuestra discusión acerca del lado negativo del argumento del tipo de cambio flexible.

Argumentos en contra de los tipos de cambio flexibles

Los tipos de cambio flexibles causan incertidumbre e inhiben el comercio y la inversión internacionales

Los proponentes de los tipos de cambio fijos han argumentado que si los exportadores y los importadores no conocen el tipo de cambio futuro, se adherirán a los mercados locales. Esto significa un menor disfrute de las ventajas del comercio internacional y del hecho de hacer inversiones en ultramar, y representa una carga para todo mundo. Para atacar este argumento, un creyente del sistema flexible podría afirmar lo siguiente:

1. Los tipos de cambio flexibles no necesariamente fluctúan de una manera muy amplia, y los tipos de cambio fijo ciertamente fluctúan y con frecuencia en forma sorprendente.¹⁸ Ha habido numerosas ocasiones bien difundidas en que los llamados “tipos de cambio flexibles” han variado 25%. Un gran número de cambios se han reflejado en el valor “fijo” de las libras esterlinas, de los marcos alemanes, de los shekels israelíes, de los francos franceses y de los pesos mexicanos. Además, ha habido periodos de estabilidad relativa en los tipos de cambio flexibles. Por ejemplo, en un periodo de varios años en la década de los setenta, el dólar canadiense solía variar dentro de un rango de aproximadamente 2%.
2. Aún si los tipos de cambio flexibles son más volátiles que los tipos de cambio fijos, hay varias formas relativamente poco costosas para evitar o para reducir la incertidumbre ocasionada por las variaciones inesperadas en ellos. Por ejemplo, los exportadores pueden vender a plazo cuentas por cobrar en moneda extranjera y los importadores pueden comprar a plazo cuentas por pagar en moneda extranjera. La incertidumbre también puede verse reducida mediante los contratos a futuro, mediante las opciones monetarias y mediante los *swaps*. Además, el costo de estas técnicas de reducción de incertidumbre es generalmente pequeño.¹⁹

Los tipos de cambio flexibles ocasionan una especulación desestabilizadora

Un argumento altamente controversial es el que afirma que bajo tipos de cambio flexibles, la especulación ocasionará amplias fluctuaciones en los valores de diferentes divisas. Esas fluctuaciones son el resultado del desplazamiento del “dinero especulativo”. Esta expresión se usa en este contexto debido a la impresionante velocidad a la cual se desplaza el dinero como respuesta a las nuevas noticias. En este respecto, se pueden establecer dos argumentos en contra:

1. Para ser desestabilizadora, la especulación, en general, tendrá que conducir a pérdidas. El argumento se explica de la siguiente manera. Para ocasionar una desestabili-

¹⁸Ocasionalmente, los proponentes de los tipos de cambio fijos se refieren a ellos como “tipos de cambio fluctuantes”. No existe cosa tal como un *sistema* de tipos de cambio fluctuantes.

¹⁹Sin embargo, existen ciertos límites con respecto a la capacidad para protegerse contra el riesgo cambiario, especialmente cuando se hacen ofertas sobre contratos de ultramar. Tales cuestiones se discuten en el capítulo 15.

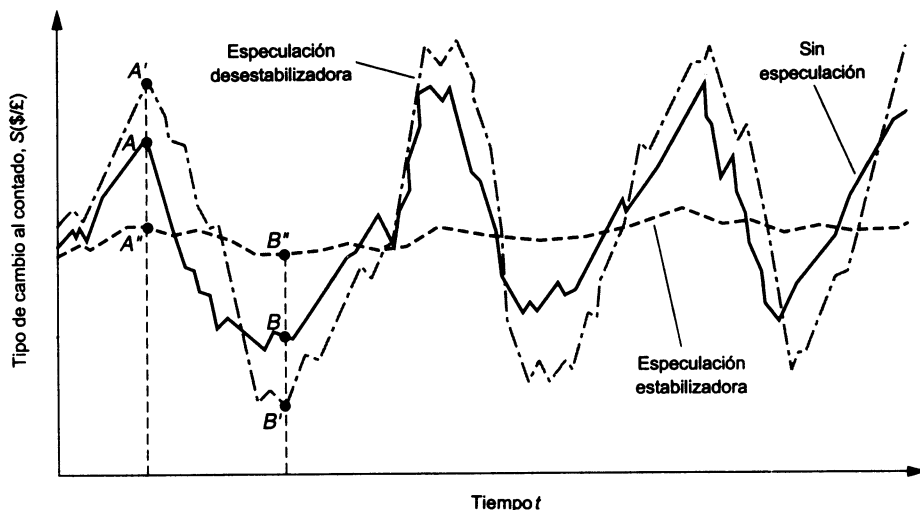


FIGURA 9.4 Estabilización y desestabilización de la especulación monetaria

La desestabilización especuladora ocurre cuando las variaciones en los tipos de cambio son más grandes de lo que serían de otra forma sin especulación. Sin embargo, la especulación rentable, la cual implica comprar a un nivel bajo y vender a un nivel alto, debería reducir la variabilidad.

zación, un especulador debe comprar cuando el precio es alto para hacer que suba más y vender cuando es bajo para hacer que baje más. De esta manera, las variaciones en los tipos de cambio serán más altas de lo que serían de otra manera, como se ilustra en la figura 9.4. Si la tasa libre de especulación siguiera la trayectoria que se muestra, entonces para que la especulación ocasione que la tasa varíe aún más que esto, se deberán comprar libras cuando $S(\$/£)$ se encuentre en A , haciendo que $S(\$/£)$ aumente a A' ; venderse cuando $S(\$/£)$ se encuentre en B , haciendo que $S(\$/£)$ caiga hasta B' ; y así sucesivamente. Pero esto significa comprar a un precio alto y vender a un precio bajo, lo cual es una fórmula muy segura para incurrir en pérdidas. Si los especuladores han de obtener una utilidad, deberán vender libras cuando $S(\$/£)$ se encuentre en A , forzando a $S(\$/£)$ hacia A'' , y comprar libras cuando $S(\$/£)$ se encuentre en B , forzando a $S(\$/£)$ hacia B'' . De esta manera, los especuladores amortiguarán las variaciones en los tipos de cambio y estabilizarán el mercado.²⁰

2. La especulación bajo tipos de cambio fijos es desestabilizadora, y también puede ser rentable. Cuando un país está agotando sus reservas de divisas, es probable que su divisa se encuentre bajo diversas presiones de venta, situándose su tipo de cambio en su punto de apoyo más bajo. Cuando los especuladores observen esto, venderán la divisa de que se trate. Bajo un sistema de tipos de cambio fijos el banco central

²⁰Se ha argumentado que cuando hay una señal imperfecta en el sentido de que la demanda de una divisa sea alta en el siguiente periodo, los especuladores pueden comprar tal divisa aun cuando sepan que la señal puede no ser correcta. Posteriormente, si no hay otra señal de una demanda alta en el siguiente periodo, los especuladores podrían vender sus tenencias de divisas, impulsando el tipo de cambio a un nivel más bajo del que se hubiera alcanzado de otra manera. Esto puede tener un efecto desestabilizador y, como se argumenta, también puede tener un efecto rentable. Véase Oliver D. Hart y David M. Kreps, "Price Destabilizing Speculation", *Journal of the Political Economy*, octubre de 1986, pp. 927-952. Si se desea un análisis de otras circunstancias especiales en las cuales la especulación desestabilizadora puede ser rentable véase Robert M. Stern, *The Balance of Payments*, Aldine, Chicago, 1973.

comprará la divisa vendida por los especuladores al precio de apoyo más bajo y de tal modo procederá a hacer un uso exhaustivo de sus reservas de divisas. Esto hará que los faltantes en dichas reservas aumenten, ocasionando con ello que otros tenedores de la divisa en problemas procedan a venderla. Esto disminuirá aún más las reservas de divisas y finalmente obligará al banco central a restablecer el tipo de cambio a un nivel aún más bajo. Esta es una especulación altamente desestabilizadora y muy rentable para el especulador.

Bajo un sistema de tipos de cambio fijo, los especuladores saben en qué dirección se desplazará el tipo de cambio. Por ejemplo, durante la primera parte de la década de los noventa, cuando la libra esterlina se encontraba fijada al marco alemán dentro del EMS, una revaluación de la libra era extremadamente improbable. Al vender libras, lo peor que podría pasar era que el tipo de cambio no variara. Y si mostraba alguna variación, hubiera sobrevenido una devaluación de la libra y un especulador hubiera podido volver a comprar libras ulteriormente a un precio más bajo. De tal modo, la especulación bajo tipos de cambio fijos es desestabilizadora, y ya que proporciona la posibilidad de realizar apuestas en una sola dirección, también puede ser rentable para los especuladores (y costosa para los bancos centrales y para los contribuyentes).

Los tipos de cambio flexibles no funcionarán en las economías abiertas

Éste es un argumento válido que ha sido propuesto por varios economistas, incluyendo a Robert Mundell. Tal argumento empieza haciendo notar que la depreciación o la devaluación de una divisa favorecerá a la balanza comercial si reduce los precios relativos de los bienes y servicios localmente producidos. Sin embargo, una depreciación o una devaluación aumentará los precios de los bienes comerciables. A su vez, esto incrementará el costo de la vida, lo cual ejercerá una presión hacia el alza de los salarios. Por ejemplo, si una depreciación o una devaluación de 1% aumenta los costos de producción en 1% total, y si después de ello se mantienen los salarios reales, los salarios nominales deberán aumentar en un monto igual al de la depreciación o al de la devaluación. Si los salarios aumentan en 1% cuando la divisa decae en 1%, los efectos son compensatorios, y las variaciones en los tipos de cambio, ya sea que se trate de valores flexibles o de valores fijados a una divisa, no serán efectivas. En tal caso, el país puede fijar el valor de su divisa a la moneda del país con el cual negocie con mayor frecuencia.

Los tipos de cambio flexibles son inflacionarios

La rígida adherencia al patrón oro implicaba una restricción para las autoridades monetarias. En tales circunstancias, debían mantener sus ofertas de dinero y su inflación bajo cierto control. Los proponentes de los sistemas de tipos de cambio fijos han alegado que el patrón Bretton Woods y el patrón dólar también implicaban cierta disciplina, puesto que la inflación finalmente conduciría a una devaluación. Esto, como se ha dicho, daba al banco central un apoyo público para que emprendiera una acción importante a efecto de mantener la inflación bajo control. Por otra parte, de acuerdo con este argumento, los tipos de cambio flexibles permiten que ocurra una inflación sin que sobrevenga alguna posible crisis. Por consiguiente, de este modo existe menos motivación para que los gobiernos combatan la inflación.

De manera alternativa, se ha argumentado que los tipos de cambio flexibles tienen un sesgo inflacionario inherente porque las depreciaciones aumentan los precios de los bienes comerciables pero las apreciaciones no causan reducciones paralelas en los pre-

cios. Este argumento se basa en el **efecto *trinquete*** que se evita con tipos de cambio fijos; bajo el sistema de tipos de cambio fijos, existen menos variaciones en los tipos cambiarios que deban sujetarse al efecto *trinquete*. Sin embargo, la evidencia empírica no apoya la existencia de un *trinquete*.²¹ Los economistas que consideran que los precios se encuentran relacionados con la oferta del dinero no están sorprendidos. Esto se debe a que piensan que la existencia de niveles de precios cada vez más altos provenientes de fluctuaciones en los tipos de cambio ocasionarían una demanda excesiva de dinero que reduciría el gasto, a menos de que los precios más altos fueran **ajustados** por el banco central mediante una expansión de la oferta de dinero en línea con un alza de precios.

Los tipos de cambio flexibles son inestables debido a pequeñas inelasticidades en el comercio

Si las elasticidades en la demanda de importaciones o en la oferta de exportaciones son pequeñas, el mercado de cambios extranjeros puede ser inestable en el sentido de que pequeñas perturbaciones en los tipos de cambio pueden derivar en grandes perturbaciones.²² La inestabilidad es posible porque, por ejemplo, una depreciación puede incrementar el valor de las importaciones si los precios de las importaciones aumentan más de lo que ello disminuiría la cantidad importada. Por consiguiente, una depreciación puede incrementar la oferta monetaria más de lo que aumentará el valor de las exportaciones y la demanda de dinero. En consecuencia, una depreciación puede ocasionar un exceso de oferta de dinero, una mayor depreciación y así sucesivamente. Cuando éste es el caso y cuando otros factores que influyen sobre la oferta y la demanda de dinero no limitan los desplazamientos en los tipos de cambio una vez que han empezado, el gobierno tal vez desee limitar los desplazamientos en los tipos de cambio mediante la adopción de tasas cambiarias fijas. Desde luego, en estas circunstancias, el país deberá depender del potencialmente dañino nivel de precios, del nivel de ingresos y de los mecanismos de ajuste de las tasas de interés bajo un sistema de tipos de cambio fijos.

Los tipos de cambio flexibles pueden ocasionar un desempleo estructural

Después del descubrimiento y del desarrollo de amplios suministros de gas natural en la costa de Holanda, la guilda holandesa aumentó sustancialmente de valor. Esto hizo que las exportaciones tradicionales de Holanda se volvieran costosas, causando un desempleo en estas industrias. La industria del gas hace un uso mucho menos intenso de la mano de obra que las industrias tradicionales holandesas dedicadas a la exportación, haciendo con ello difícil que los trabajadores desplazados encuentren un empleo alternativo. Debido al lugar en que este problema se identificó por primera vez, ha llegado a conocerse como **enfermedad holandesa**.²³

Como es claro, existen argumentos válidos que se sitúan en ambos extremos del perfil para los tipos de cambio fijos y flexibles. Por consiguiente, en la ausencia de cualquier novedad y como un enfoque dominante aún no experimentado, podemos esperar que el sistema financiero internacional responda a las circunstancias que se creen. Los crecientes desequilibrios comerciales podrían impulsar el sistema hacia la flexibilidad, mientras

²¹Morris Goldstein, "Downward Price Inflexibility, Ratchet Effect and the Inflationary Impact of Import Price Changes", *Staff Papers*, International Monetary Fund, noviembre de 1976, pp. 509-544.

²²Esto se demostró en el capítulo 6.

²³También se ha argumentado que Gran Bretaña padeció la enfermedad holandesa. Véase K. Alec Chrystal, "Dutch Disease of Monetarist Medicine? The British Economy Under Mrs. Thatcher", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, mayo de 1984, pp. 27-37.

que un incremento en la volatilidad proveniente de eventos políticos podría impulsar el sistema en la dirección opuesta. El compromiso del Acuerdo del Louvre, en vigor desde 1987, podría continuar sirviendo bien, pero a juzgar por los cambiantes sistemas del siglo XX, el advenimiento de mayores cambios parece ser casi inevitable.

RESUMEN

1. El patrón clásico del oro estuvo en vigor durante medio siglo antes de la Primera Guerra Mundial y de nuevo desde 1926 hasta 1931. Las garantías concedidas por los gobiernos para convertir el papel moneda en oro proporcionaban un compromiso creíble en el sentido de que no se adoptaría una política inflacionaria.
2. La década de los años treinta estuvo marcada por las llamadas políticas “de empobrecer al vecino” en conexión con devaluaciones competitivas. Durante la Segunda Guerra Mundial, hubo ciertos controles sobre la convertibilidad monetaria.
3. El sistema Bretton Woods de 1944 fue una respuesta a la condición predominante entre las guerras. Los tipos de cambio se encontraban fijos al oro o al dólar estadounidense y el Fondo Monetario Internacional, FMI, fue establecido para que se encargara de la administración del sistema.
4. El FMI aún funciona después de haberse sometido a un gran número de cambios, pero el sistema Bretton Woods terminó en el año de 1973, en cuya época muchas divisas mayores se habían desplazado hacia los tipos de cambio flexibles. De acuerdo con la paradoja de Triffin, el colapso del patrón del intercambio del dólar fue inevitable porque las crecientes reservas requerían de déficits continuos en Estados Unidos, los cuales redujeron la aceptabilidad de los dólares estadounidenses como reservas. Los SDRs fueron un intento por dar un tratamiento a la paradoja de Triffin.
5. Los tipos de cambio fueron flexibles desde 1973 hasta 1985, habiendo sólo infrecuentes intervenciones por parte de los bancos centrales para mantener el orden. Después del mes de septiembre de 1985 y de la celebración del Acuerdo Plaza, se tomó una acción para impulsar hacia abajo el valor del dólar y entonces empezó un periodo de flotación sucia.
6. En el año de 1987 en la ciudad de París, se llegó a un acuerdo para coordinar la intervención en el mercado de cambios extranjeros y las políticas económicas nacionales. Conocido con el nombre de Acuerdo del Louvre, este convenio marcó un cambio hacia los tipos de cambio flexibles dentro de zonas objetivo especificadas de manera imprecisa.
7. La crisis de endeudamiento del tercer mundo alcanzó un clímax a principios de la década de los años ochenta, cuando varios prestamistas latinoamericanos fueron incapaces de satisfacer los pagos programados. Las causas de la crisis incluían un empeoramiento en los términos de intercambio de las naciones deudoras, una rápida apreciación en el dólar estadounidense, altas tasas de interés y el uso de deudas para subsidiar el consumo en lugar de encaminarse a la realización de inversiones.
8. Los muy temidos fracasos bancarios ocasionados por las crisis de endeudamiento no llegaron a ocurrir, puesto que las instituciones internacionales y los bancos privados cooperaron hacia el suministro de créditos. Esta cooperación fue necesaria para prevenir el pánico dentro de un ambiente financiero y económico de naturaleza interdependiente.
9. El equilibrio global del poder económico ha evolucionado desde la dominación de Estados Unidos hasta lograr una distribución más uniforme del poder entre Europa, Japón y la Unión Americana. La estabilidad requiere de cooperación entre estas potencias económicas, y debe ser además apoyada por la celebración periódica de reuniones cumbre de tipo económico.
10. Los desequilibrios económicos se han ampliado y han sido muy persistentes desde la década de los ochenta, aumentando así el peligro de incurrir en políticas proteccionistas.
11. Las consecuencias ambientales del comercio que se hace con, por ejemplo, la madera que se extrae de los bosques tropicales, y de los proyectos a gran escala financiados por el Banco

Mundial se han vuelto, y es probable que sigan siendo, aspectos fundamentales para el funcionamiento del sistema financiero internacional.

12. Los argumentos *a favor* de los tipos de cambio flexibles incluyen un mejor ajuste para los desequilibrios en los pagos, una mejor confianza, reservas de divisas más adecuadas y un incremento en la independencia de la política económica.
13. Los puntos *en contra* de los tipos de cambio flexibles incluyen el argumento de que causan incertidumbre y de esa manera inhiben el comercio internacional. Los contraargumentos establecen que las tasas fijas, como han funcionado en la práctica, también han sido inciertas y los contratos a plazo, a futuro y los contratos de opciones permiten a los importadores y a los exportadores evitar el riesgo cambiario a un costo muy bajo.
14. Otro argumento contra los tipos de cambio flexibles es que permiten una especulación desestabilizadora. Sin embargo, generalmente se piensa que la desestabilización requiere que los especuladores incurran en pérdidas y, en cualquier caso, la especulación con tipos de cambio fijos es desestabilizadora así como rentable.
15. Un argumento válido contra los tipos de cambio flexibles es que no funcionarán en el caso de economías pequeñas porque es probable que los salarios se vean forzados al alza a lo largo de los precios de las importaciones, cancelando con ello el efecto de una depreciación. Otros argumentos afirman que los tipos de cambio son inflacionarios y que las elasticidades del comercio internacional son demasiado pequeñas para la estabilidad del mercado de cambios extranjeros.
16. Un área monetaria óptima es aquella dentro de la cual se deberían fijar los tipos de cambio. El argumento del área monetaria óptima proporciona un punto de vista alternativo con respecto al debate sobre los tipos de cambio fijos *versus* los flexibles. Tener muchas áreas monetarias de dimensiones pequeñas mejora el ajuste automático y permite la adopción de una política monetaria local. Sin embargo, contribuye a la incertidumbre e introduce los costos derivados del intercambio de divisas en el comercio local. El área monetaria óptima está representada por “la región”, que es el área dentro de la cual hay movilidad de los factores. Generalmente se alega que esta área es por lo menos tan grande como un país.