

---

## Historia de la dinámica entre los Estados y el sistema financiero: entre las oportunidades, los limitantes y la incertidumbre

Ezequiel Magnani<sup>66</sup>

Desde finales del siglo XIX hasta la actualidad el sistema monetario internacional ha evolucionado en función de los cambios en cómo los Estados se fueron relacionando e involucrando en el ámbito de las finanzas. Es decir, debido a diversos factores (como pueden ser el avance tecnológico, las transformaciones en la forma de llevar adelante y resolver las disputas políticas domésticas y el declive o ascenso de un hegemon en el Sistema Internacional) los Estados fueron cambiando la forma de involucrarse en el sistema financiero y, estos cambios, fueron los motores de la progresiva evolución que tuvo el Sistema Monetario Internacional.

En este sentido, la mejor forma de analizar y describir cómo los Estados se integran en el Sistema Monetario Internacional es a partir del trilema de las economías abiertas. El mismo implica que, como bien dice su nombre, se debe hacer una elección entre tres opciones que -en teoría- son contradictorias entre sí. En el caso del trilema de las economías abiertas, las autoridades monetarias de un país deben elegir y aplicar dos políticas de 3: (1) restringir/no restringir la movilidad de capitales (control de la cuenta capital), (2) dejar flotar/pegar/administrar el tipo de cambio (tipo de cambio nominal fijo o no) y (3) aplicar/no aplicar una política monetaria expansiva (tasa de interés).

En función de lo dicho y a grosso modo, pueden distinguirse tres etapas en la evolución del Sistema Monetario Internacional: (1) El patrón oro, (2) Bretton Woods y (3) Post Bretton Woods (de 1970 en adelante).

Eichengreen (1996) menciona que para comienzos del siglo XX ya había emergido un verdadero Sistema Monetario Internacional basado en el oro. El sistema se caracterizó por fijar la regla cambiaria al oro (el valor de la moneda de los países dependía del respaldo en oro que poseía el país) y por permitir la movilidad de capitales relegando el ejercicio de una política monetaria activa. Además, surgió y se consolidó en un contexto en donde el Imperio Británico ejercía un claro liderazgo internacional bajo el cual difundió el patrón-oro gracias a las network externalities, en donde todos se beneficiaban por la complementariedad del sistema bimetálico respaldado por la principal potencia comercial y financiera. Adicionalmente, era un contexto en donde había poca organización del trabajo y en donde los costos de ajuste podían ser absorbidos por la ciudadanía (el derecho a voto estaba restringido).

En esta etapa, el mecanismo especie-flujo de David Hume cobró una marcada relevancia. Este modelo marca que cuando los países tenían un déficit comercial sufrían, lógicamente, una pérdida de oro de su país que ponía en movimiento una cadena de eventos que servían para ajustar esta pérdida. El mencionado mecanismo consistía en lo siguiente: con menos oro circulando dentro del país los precios caían debido a la contracción monetaria y, con mayores cantidades de oro en los países extranjeros, los precios de los productos extranjeros subían. De esta forma, por un lado, los productos importados se volvían más caros haciendo que los ciudadanos del país con déficit comercial reduzcan la cantidad comprada. Por otro lado, al bajar los precios de los productos producidos al interior del propio país, los consumidores extranjeros iban a aumentar la cantidad comprada de estos productos, haciendo que el déficit comercial sea compensado y equilibrado. En otras palabras, se ganaba competitividad mediante la baja de los precios locales (baja de salarios). Era un mecanismo de ajuste endógeno gracias a la deflación por exportación de oro).

Más allá del mecanismo descripto, Eichengreen menciona que, en realidad, esta etapa no se caracterizó por la gran cantidad de oro transportado de un país al otro, haciendo que se dificulte el mecanismo de ajuste mencionado por Hume. De esta forma, complementa el análisis mencionando que los Bancos Centrales reforzaban el impacto de la salida de oro del país en el grado de contracción monetaria mediante la tasa de descuento. Al manejar esta tasa los Bancos Centrales podían afectar los volúmenes de crédito doméstico con el objetivo de retornar al equilibrio en la balanza de pagos. Por ejemplo, si el

---

<sup>66</sup> Estudiante avanzado de la Licenciatura en Ciencia Política, UBA.

Banco Central preveía una salida de oro del país, subía la tasa de descuento para reducir la base monetaria y, mediante esta acción, volver al equilibrio comercial (el costo era soportado por residentes sin organización sindical ni derecho a voto que veían afectado el nivel salarial y de empleo).

Por último, es necesario mencionar que la piedra angular del patrón-oro fue la férrea prioridad de los gobiernos de mantener la convertibilidad al oro. Los agentes financieros no tenían ninguna duda de que las autoridades monetarias de los países iban a defender la convertibilidad mediante todos los mecanismos posibles. Eichengreen menciona que esto permitía que los inversores giren su capital (movilidad de capitales) para financiar a los países que tenían déficits (el fuerte compromiso con la convertibilidad al oro hacía que el riesgo de los inversores sea mínimo).

En 1945, luego de los reiterados cambios, las democratizaciones y el ascenso estadounidense como hegemón global, podemos establecer el inicio de la segunda etapa: Bretton Woods. Esta estaba caracterizada por el establecimiento de un tipo de cambio fijado al dólar (la moneda estadounidense estaba fijada al oro) con posibilidad de ajustar hasta 10%, un estricto control a la movilidad de capitales, una política monetaria expansiva (compromiso al pleno empleo y al crecimiento) y la “creación del Fondo Monetario Internacional que monitoreaba las economías domésticas y financiaba la balanza de pagos de los países en riesgo” (Eichengreen 1996:91). En esta etapa, un tipo de cambio fijo y una política monetaria expansiva requirió establecer controles a la movilidad del capital.

Como mencionamos, para que las otras monedas estén fijadas al dólar estadounidense, este último debía estar fijado al oro, lo que generaba lo que se denominó el “De Gaulle problem”, que consistió en que la liquidez internacional para el crecimiento económico mundial dependía de la emisión de dólares y que implicaba que EEUU podía financiar déficits de cuenta corriente equivalente a la demanda de reservas de los otros Bancos Centrales. Si bien este era un privilegio para EEUU, dio lugar a lo que se denominó “Triffin dilemma”, ya que el respaldo en oro de los dólares estadounidenses (al ser el motor de la liquidez internacional y del crecimiento se requería que EEUU mantenga déficits en su cuenta corriente) podían ser puestos en duda y llevar a una corrida en su contra.

Por último, algo realmente destacable de esta etapa es la ausencia de un mecanismo de ajuste, lo que hace que Eichengreen se mencione como sorprendente que haya durado tanto. El autor menciona que, en primer lugar, los países que tenían déficit no tenían margen para aumentar las tasas de interés y aplicar una política fiscal restrictiva para equilibrar la balanza de pagos debido al contrato social de la posguerra; en segundo lugar, los países no estaban dispuestos a relegar el control de la cuenta de capitales ya que esto implicaría -con una política monetaria expansiva- el ataque especulativo contra sus moneda que estaban fijadas en el dólar (implicaba una inconsistencia en el trilema); en tercer lugar, la única opción que quedaba era la de pasar a una flotación administrada de su tipo de cambio nominal con la consecuente devaluación que les permitiría equilibrar el déficit. Sin embargo, Eichengreen menciona que los países se mostraron reticentes a la flotación administrada por los incentivos que tenían: costos en su reputación, la expansión del comercio y el crecimiento estaban asociados con la estabilidad cambiaria, querían que el FMI continuara financiándolos.

Con todo lo dicho en cuenta, Eichengreen finaliza diciendo que, ante la falta de un mecanismo de ajuste, fueron los altos niveles de cooperación internacional entre los gobiernos y los bancos centrales los que hicieron que el modelo de Bretton Woods perdurase. Sin embargo, también menciona que eventualmente, el aumento de la movilidad del capital, el avance de las telecomunicaciones, y la cuadruplicación del precio del petróleo sumado a la liquidez mundial que esta suba generó, hicieron que los controles de capitales fuesen cada vez más porosos y que los Estados tengan que renunciar a fijar el tipo de cambio.

En 1973 el movimiento de capitales y la gran cantidad de divisas extranjeras que requiere un país para defender una paridad fijada hicieron que haya sobrados incentivos para que los tipos de cambio de los países pasen de estar fijados a flotar. Sin embargo, esto no implicó lo mismo para los países desarrollados que para los que estaban en vías de desarrollo. Los primeros aceptaron la creciente movilidad de capitales y dejaron flotar sus monedas, mientras que, para los que estaban en vías de desarrollo, dejar su tipo de cambio flotando implicaba exponerse a una gran volatilidad y movimientos disruptivos, por lo que optaron por mantener tipos de cambio fijos con un fuerte control de la cuenta capital.

A pesar de lo dicho, Eichengreen menciona que, con todos los avances tecnológicos, se hizo cada vez más costoso controlar el movimiento de capitales para los países en vías de desarrollo. Esto se debió a que, con el desarrollo de los grandes centros financieros, los países que ponían grandes trabas al libre movimiento de capitales corrían el riesgo de perderse el negocio financiero a expensas de otros países.

Esto hizo que sea cada vez más difícil mantener un tipo de cambio fijo, provocando que un gran número de países se corra hacia un tipo de cambio flotante.

A partir de la consideración de las características de esta tercera etapa, en donde hay pocos controles de las cuentas de capital y un tipo de cambio flotante, son varios los autores que destacan los riesgos de la apertura y de la integración financiera en la actualidad. El funcionamiento de los mercados financieros y su volatilidad da incentivos para que los agentes actúen primero, se comporten en manada y provoquen profecías auto cumplidas, dañando severamente el mercado financiero de un país y el funcionamiento de su economía real.

Por ejemplo, los ataques especulativos pueden dañar a un país sin importar que su balanza de pagos esté equilibrada. Los especuladores pueden atacar el tipo de cambio de un país forzando al gobierno de este a elevar la tasa de interés para defenderlo. A su vez, esta medida puede alterar los costos y beneficios que el gobierno percibe a la hora de defender su moneda, ya que elevar la tasa de interés va a deprimir la absorción de la economía doméstica y agravar el desempleo, afectando de esta forma el antiguo equilibrio en la balanza de pagos y validando las expectativas previas de los especuladores. En este caso, la crisis no se originó a partir de una inconsistencia en los “fundamentals” (ej. política monetaria expansiva con tipo de cambio fijo y cuenta capital sin controles), sino que se originó a partir de un ataque especulativo que devino en una profecía auto cumplida.

En suma, en la actualidad estamos frente a un Sistema Monetario Internacional en donde los avances en las telecomunicaciones hacen que los controles a la cuenta de capital sean no solo difíciles sino también costosos. Esto implica que los países tengan menos capacidad de fijar su tipo de cambio y que decidan utilizar la política monetaria para regular la flotación de este en un contexto de libre movilidad de capitales. En este escenario nos movemos.

## Referencias bibliográficas

Eichengreen, Barry (1996) *Globalizing Capital. A History of the Monetary System*. Princeton University Press. New Jersey.