

# Globalización sin dinero global: el doble papel del dólar como moneda nacional y mundial\*

Stephan Schulmeister\*\*

## Introducción

La globalización de mercados y empresas caracteriza al desarrollo económico de la posguerra. En consecuencia, las economías nacionales aumentan su interdependencia y nivel de integración, experimentando un proceso de formación hacia un sistema cerrado supranacional de economía mundial. En contraste no hay un desarrollo paralelo de globalización del sistema monetario; esto es, no ocurre una transición del uso de monedas nacionales a la creación de una moneda supranacional.

Desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, el dólar norteamericano juega un doble papel sirviendo a la vez como moneda nacional y como moneda clave en la economía mundial. En tanto prevaleció la confianza en el compromiso de Estados Unidos (EUA) de acatar las reglas de *Bretton Woods*, su moneda fungió

\* Artículo aparecido en la revista *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 2000, Vol. 22, Núm. 3: 365. Traducido por Rubén Barrera García, Profesor invitado del Departamento de Economía de la UAM-A, y Mario Oviedo Aviña, egresado de Economía de la UAM-A.

\*\* El autor es *Senior Fellow* en el *Austrian Institute of Economic Research* en Viena. Dedicó este ensayo a Charles P. Kindleberger quien ha tenido éxito en todas sus actividades –desde sus contribuciones a la realización del Plan Marshall y su trabajo teórico y empírico en economía internacional especialmente respecto a la inestabilidad inherente de los mercados financieros, hasta sus estudios en historia económica y su enseñanza-, que lo integran como economista y ser socialmente útil al mismo tiempo. Puesto en esta forma: en el conflicto entre reconocimiento e interés que caracteriza al trabajo de los economistas específicamente, Kindleberger dio una clara prioridad a la producción de ideas concretas, útiles para el mejoramiento de la vida económica, sobre la producción de teorías abstractas, útiles para la justificación de intereses económicos. Los comentarios y sugerencias valiosos de un árbitro anónimo, de John T. Harvey y en particular de Michael D. Golberg son reconocidas con gratitud. Agradezco especialmente a Eva E. Sokoll por la ayuda estadística.

como un sustituto estable de la moneda mundial genuina. Sin embargo, este doble papel capacitó a EUA para financiar déficits externos a través de “exportaciones de dólares”, socavando la credibilidad del patrón oro-dólar y causando su colapso.

Después del derrumbe del sistema de *Bretton Woods*, el dólar continuó como moneda clave de la economía mundial, no obstante, cumple esta función de manera inestable. Como lo demuestra la mayor fluctuación de las tasas de cambio del dólar en relación a las tasas de cambio de cualquier moneda de reserva. Esta inestabilidad también se manifiesta en las tasas de interés en dólares. En ambos casos, a causa de las políticas económicas de EUA que, dominados por la primicia de un enfoque interno, no toman en cuenta su impacto sobre la economía mundial.<sup>1</sup>

Como moneda mundial, el dólar sirve como medio de liquidez internacional de aceptación general, de “numeraire” entre flujos supranacionales, así como de reserva supranacional. Esto se hace evidente por las siguientes características del actual sistema financiero internacional:

- 1) El precio y el intercambio de casi todas los bienes comercializables (commodities) normales,\* incluyendo el petróleo crudo, se realizan en dólares. Estos bienes pueden denominarse por lo tanto “bienes dólares”.
- 2) La mayoría de los activos internacionales se cotizan en dólares (por ejemplo “acervos dólares”).
- 3) El dólar representa la “moneda vehículo” en el mercado de cambio extranjero supranacional.<sup>2</sup>

Las consecuencias de este doble papel son profundas. Como moneda nacional, los cambios en las tasas de interés y las tasas de cambio en dólares tienen un impacto sobre las relaciones económicas de EUA con el resto del mundo; esta es la

<sup>1</sup> El cuerpo principal de la teoría económica no toma en cuenta el doble papel del dólar como moneda nacional de EUA y como moneda mundial, especialmente bajo un régimen de tasas de cambio flotantes. La importancia de este aspecto fue, sin embargo, enfatizada repetidamente por algunos “economistas decanos” del tipo de pensamiento concreto –para usar un término análogo a “estadistas decanos”, véase, por ejemplo, el discurso presidencial de Kindleberger (1986) a la *American Economic Association*, o su colección de ensayos *International money* (1981) y *The international economic order* (1988). Para un excelente análisis de los problemas relacionados con el dinero internacional desde una perspectiva poskeynesiana, véase Davidson (1992).

\* Los bienes comercializables normales son aquellos, cuyo precio se fija internacionalmente. Existe, a su vez, una bolsa de intercambio a nivel mundial de tales productos que pueden ser tanto bienes primarios como manufacturados (N. del T.).

<sup>2</sup> El término “supranacional” se usa para variables y mercados que son verdaderamente globales en su naturaleza, tales como los flujos de comercio de bienes, los créditos en eurodólares a países en desarrollo y el mercado de cambios. El término “supranacional” se usa en lugar de “internacional” para referirse a la economía mundial como un todo.

manera convencional de ver el papel del dólar. Pero en su función como moneda mundial, los cambios en las tasas de interés y las tasas de cambio en dólares también actúan sobre el precio relativo entre bienes comercializables y manufacturas en el comercio mundial, los términos de intercambio entre países industriales y en desarrollo, la velocidad de la inflación y deflación en el comercio mundial y el nivel de la tasa de interés real sobre las deudas internacionales. Este segundo papel, a pesar de su importancia, a menudo se pasa por alto en los análisis del sistema financiero internacional.

El objeto de este artículo es analizar el impacto de cambios en las tasas de interés y de cambio del dólar sobre la evolución de la economía mundial como un todo y el de la economía de EUA en particular. El escrito argumenta que los eventos más importantes en el desarrollo económico de la posguerra tales como las “perturbaciones de los precios del petróleo” en la década de 1970, las crisis financieras en Latinoamérica en la década de 1980 y en el este de Asia a fines de la correspondiente de 1990, pueden ser vinculados al doble papel del dólar y el conflicto existente entre la necesidad de condiciones monetarias estables para la economía mundial y el ajuste de la política monetaria de EUA a sus condiciones nacionales.

La exposición inicia con una discusión del dólar como “numeraire” de los bienes comercializables normales, el impacto de las fluctuaciones en el valor de esta moneda “numeraire” sobre los términos de intercambio y la dinámica inflacionaria en la economía mundial; resaltando la función de las tasas de cambio del dólar como “precios de flujo” supranacionales. Luego se analiza el papel del dólar como “numeraire” de las reservas financieras internacionales y su impacto sobre el proceso de acumulación de deuda, examinando las tasas de interés del dólar y las tasas de cambio como “precios de activos” supranacionales. En seguida se destacan algunas consecuencias del papel del dólar como “numeraire” en el mercado de cambio extranjero supranacional y se concluye con un bosquejo de cómo la relación contradictoria entre el dólar ha dado forma al desarrollo de la posguerra.

## **1. Tasas de cambio del dólar como “precios de flujo” supranacionales**

Para un análisis general pero concreto de cómo las variaciones en las tasas de cambio del dólar afectan los términos de intercambio de los Estados Unidos y de otras economías, especificaré tres tipos de bienes: manufacturas, petróleo y bienes comercializables no petroleros, y tres tipos de economías: naciones industrializadas, países en desarrollo exportadores de petróleo y países en desarrollo no petroleros.

Los precios de las manufacturas están determinados principalmente por los costos de producción en los países de origen y, por consiguiente, se denominan

en las monedas de las naciones respectivas, “bienes no dólares” –excepto las manufacturas hechas en EUA. Los precios de los bienes comercializables se determinan por la oferta y la demanda en un mercado supranacional, por lo que se denominan en la moneda mundial (“bienes dólares”).

*La tasa de cambio del dólar, precios de materias primas y los términos de intercambio*

Los “bienes dólares” comprenden un promedio del 35 por ciento del comercio mundial entre 1965 y 1990. No obstante, su participación en las exportaciones e importaciones difiere significativamente por grupos de países como se demuestra en el Cuadro 1.

**Cuadro 1**

	<i>Países industriales</i>	<i>Países exportadores de petróleo</i>	<i>Países en desarrollo no petroleros</i>
Participación de las exportaciones	22.4	92.1	51.2
Participación de las importaciones	36.8	19.7	32.5

Fuente: Matriz de comercio ONU.

*Ceteris paribus*, si los precios en dólares de los bienes comercializables y los precios en moneda nacional de las manufacturas permanecen constantes, entonces cualquier variación en las tasas de cambio del dólar tiene dos efectos: modifica los términos de intercambio entre EUA y otros países, y altera los términos de intercambio entre cualquier par de países, lo cual depende de la proporción en la estructura comercial de los “bienes dólares” en relación a los “bienes no dólares”.

En términos concretos, una depreciación del dólar frente a las otras monedas provoca una disminución, no solamente en los términos de intercambio por ejemplo, de EUA *vis à vis* Alemania, sino también en los de Arabia Saudita *vis à vis* Alemania; esto se debe a que los precios de las manufacturas producidas en otros países (bienes no-dólares) se incrementan más al expresarse en dólares que los de EUA, y los precios del petróleo no porque están denominados en dólares. En consecuencia, cuando aumentan las fluctuaciones de las tasas de cambio del dólar, más fuertes serán las variaciones en los términos de intercambio tanto para EUA como para otros países. (Los efectos en la redistribución global del ingreso debi-

do a la interacción entre tasas de cambio del dólar y los precios del petróleo se discuten ampliamente en Davidson, 1992, cap. 9).

De entre todas las naciones, la diferencia entre la participación de las exportaciones e importaciones de los “bienes dólares” es más grande para los países en desarrollo exportadores de petróleo. En efecto, el ingreso de estas economías está determinado fuertemente por las modificaciones en las tasas de cambio del dólar. Por lo tanto, el incentivo para reaccionar a una depreciación de éste incrementando los precios de exportación es más fuerte para ellos y, por lo mismo, en ocasiones pueden aceptar más fácilmente una baja en los precios del petróleo durante el periodo cuando la tasa de cambio del dólar va a la alza.

Como en cualquier lucha por la distribución del ingreso, el incremento en el precio de los “bienes dólares” como reacción a una depreciación general del dólar depende del grado de poder del mercado poseído por las partes involucradas. Por ejemplo, los exportadores netos de bienes comercializables buscarán incrementar los precios de exportación tanto como puedan, quizás más de lo que se requiera para compensar la caída de sus ingresos reales debido a la depreciación de la moneda en la cual sus precios se denominan. En teoría, estos países deberían reaccionar a una baja en el precio de los bienes comercializables en relación a las manufacturas cambiando su oferta de dichos bienes a la de manufacturas. Sin embargo, dada su estructura de producción, esto no es factible en el corto plazo.

Los ajustes directos de precios en respuesta a variaciones en la tasa de cambio del dólar tendrían lugar si los productores de petróleo disfrutaran de un alto grado de oligopolio o de un poder monopólico. De otra forma, los oferentes reaccionarán a las variaciones en las tasas de cambio del dólar por medio de ajustes en las cantidades. Toda apreciación, o depreciación, del dólar implica una alza, o baja, en el precio real del petróleo y llevará, por lo tanto, a que los productores incrementen, o disminuyan, la oferta. El resultado agregado de estos ajustes puede inducir una caída, o alza, en el precio del petróleo con algún retraso.

Este mecanismo ayuda a comprender las fluctuaciones en las cantidades y sus consecuencias en los bienes comercializables en las dos “perturbaciones” del precio del petróleo, que han ocurrido desde el rompimiento del sistema de *Bretton Woods* (véase la Gráfica 1).<sup>3</sup>

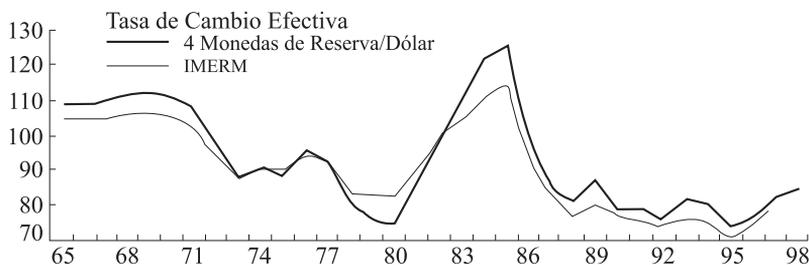
---

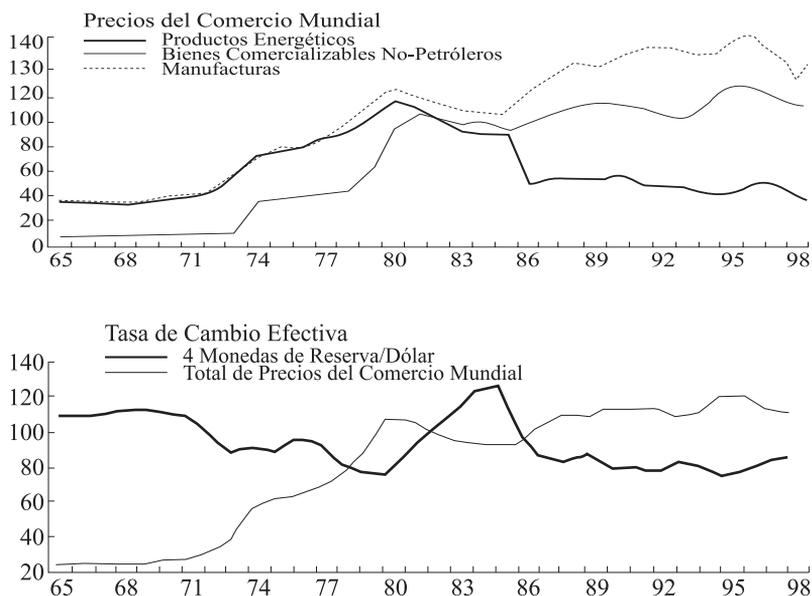
<sup>3</sup> La gráfica muestra que el índice de tasas de cambio efectivo calculado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que cubre un gran número de monedas, evoluciona de manera parecida al índice que incluye solamente las tasas de cambio entre el dólar y las otras cuatro monedas DEG (Derechos Especiales de Giro).

Entre los años 1971 y 1973 el dólar perdió aproximadamente 25 por ciento de su valor en relación a las otras cuatro monedas DEG, marco alemán, yen, franco francés y libra esterlina. Esta depreciación conllevó a un incremento significativo de los precios en dólares de las manufacturas en el comercio internacional, que cuantificaron 30.4 por ciento. Entre 1971 y 1973 esta magnitud se refiere a todas las manufacturas comerciadas internacionalmente, por consiguiente, los precios equivalentes en dólares de las manufacturas no provenientes de EUA crecieron aún más. En el mismo periodo, los precios de los bienes comercializables no petroleros casi se duplicaron, al menos, en parte fomentado por la precedente depreciación del dólar y por el clima inflacionario del comercio internacional relacionado con ella. Ambos procesos debilitaron significativamente la posición de ingreso de los países exportadores de petróleo, especialmente en el Medio Oriente. En reacción al deterioro de los términos de intercambio, los productores de petróleo más que triplicaron el precio del petróleo en el último trimestre de 1973. Varios factores fomentaron la primera “perturbación” del precio de petróleo:

- 1) La organización del cártel petrolero, conocido como la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo).
- 2) La alta participación de la OPEP en el mercado mundial del petróleo.
- 3) La turbulencia política y militar en el Medio Oriente (la guerra de Yom Kippur y el anuncio erróneo de un embargo petrolero por los productores árabes).

**Gráfica 1**  
**La tasa de cambio del dólar y los precios en dólares**  
**en el comercio mundial, 1982=100**





Fuente: Matriz de comercio ONU, *International financial statistics* (FMI).

Entre 1974 y 1976, las tasas de cambio del dólar y los precios de “bienes dólares” permanecieron relativamente estables. La fuerte depreciación del dólar que se presentó durante 1977 y 1978 puso en marcha la misma secuencia de movimientos de precios ocurrida entre 1971 y 1973 (véase la Gráfica 1). Los precios en dólares de las manufacturas subieron (en 21.6 por ciento entre 1976 y 1978), y a mediados de 1978 los precios de los bienes comercializables no petroleros se incrementaron durante el año en 27.4%. Los precios del petróleo permanecieron estables entre 1976 y principios de 1979, por lo que los productores del petróleo experimentaron una disminución significativa en sus términos de intercambio; este proceso provocó que la OPEP incrementara notablemente los precios en la segunda mitad de 1979. Una vez más, la turbulencia en el Medio Oriente (la llegada al poder del Ayatolla en Irán y la guerra del Golfo entre Irak e Irán) hizo más fácil para la OPEP llevar a cabo una segunda “perturbación” del precio del petróleo.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Cuando la relación entre los cambios en los precios del petróleo y en el dólar se analiza en la literatura, casi siempre se implica que la causalidad viene de los primeros –en la forma de “perturbaciones”– al último (por ejemplo Krugman, 1983, o De Grauwe 1986: 146). Rara vez se ha tomado en consideración que las “perturbaciones” del precio de petróleo podrían haber sido endógenas a un sistema de tasas de cambio inestables (para una excepción Johnson, 1975: 442), principalmente porque no se ha considerado el doble papel del dólar.

El hecho de que los precios de los bienes comercializables no petroleros aumentaran primero y de forma más gradual, en respuesta a la disminución de las tasas de cambio del dólar, que el precio del petróleo (tanto en 1971-73 como en 1978-79), se puede atribuir a los diferentes tipos de formación los precios. En el caso de los bienes comercializables no petroleros, sus precios fueron determinados por la oferta y la demanda en los mercados respectivos de manera descentralizada. En cuanto al petróleo, los precios fueron fijados por la OPEP, quien requirió de algún tiempo para llevar a cabo una estrategia común de precios entre sus miembros.

En el periodo de la fuerte apreciación del dólar –entre 1980 y 1985- los precios del comercio mundial de manufacturas cayeron 14.6 por ciento en términos de dólares (véase la Gráfica 1 y tómese en cuenta que los precios equivalentes –en dólares de manufacturas no provenientes de EUA, se redujeron aún más pues las manufacturas de EUA se incluyen en la cifra). A causa de la profunda recesión de 1979-82 en los países industriales y el bajo poder del mercado de los países en desarrollo no petroleros, que se debilitó adicionalmente por la crisis de la deuda, los precios de los bienes comercializables no petroleros cayeron aún más (en aproximadamente 30%). En 1981 los precios del petróleo comenzaron a disminuir, hasta 1985 cayeron ligeramente más que los precios en dólares de las manufacturas.

La posterior depreciación de la moneda mundial, otra vez (el dólar disminuyó significativamente debajo de la paridad del poder de compra, véase la Gráfica 5) indujo un fuerte incremento en los precios en dólares de ambos tipos de bienes, manufacturas (en 35.5%) y bienes comercializables no petroleros (en 33.5%). Con el propósito de sentar las bases para un incremento del precio del petróleo como reacción a la depreciación del dólar que estaba ocurriendo, Arabia Saudita abandonó su papel de “productor dependiente” a fines de 1985 e inundó el mercado del petróleo con oferta adicional. La idea de Arabia Saudita fue causar deliberadamente que el precio del petróleo bajara, lo cual forzaría financieramente a los otros miembros de la OPEP más débiles a apegarse a sus cuotas de producción. La caída de los precios del petróleo representó una medida calculada para restaurar la disciplina de la producción dentro del cártel del petróleo y, por lo tanto, se esperaba que durara brevemente.

Sin embargo, esta estrategia diseñada por el ministro del petróleo de Arabia Saudita, Yamani, fracasó, debido a que el poder del mercado del cártel del petróleo se había debilitado en los años anteriores por razones tanto internas como externas. Las disputas entre los miembros de la OPEP se intensificaron debido a la creciente influencia del fundamentalismo islámico. Al mismo tiempo, la participación de la OPEP en el mercado mundial del petróleo disminuyó fuertemente, desde casi 70 por

ciento a principios de 1970 a menos de 50 por ciento en 1985, debido principalmente a la oferta adicional del petróleo proveniente del Mar del Norte.

Entre 1988 y 1993, las tasas de cambio del dólar y los precios relativos entre manufacturas y los bienes comercializables permanecieron estables. Sin embargo, entre 1993 y 1995 el dólar se depreció en aproximadamente 10 por ciento frente a las otras cuatro monedas DEG; y, en el mismo periodo, los precios en dólares de las manufacturas y de los bienes comercializables no petroleros aumentaron en 8.1 y 36.1 por ciento, respectivamente. Con un retraso de aproximadamente un año, los precios del petróleo también se recuperaron aumentando en casi 30% entre 1994 y 1996.

A mediados de 1995 el dólar se aprecia más rápido a como lo había hecho desde principios de la década de 1980. Así, hasta mediados de 1997, las tasas de cambio del dólar aumentaron en más de 20% frente a las otras cuatro monedas DEG; esta apreciación de la moneda clave indujo a una contracción en el comercio mundial, como la ocurrida entre 1980 y 1985. Los precios en dólares de las manufacturas disminuyeron, entre 1995 y 1998, en 13 por ciento, los precios de los bienes comercializables no petroleros en aún más del 20 por ciento y los precios del petróleo decrecieron un año más tarde, aproximadamente en 30 por ciento entre 1996 y 1998 (véase la Gráfica 1).

En resumen, los cambios en las tasas de cambio de la moneda mundial tienen un impacto significativo sobre los términos de intercambio y, de esta manera, sobre la distribución del ingreso en el comercio internacional. Cualquier apreciación general del dólar causa que los precios en dólares de las manufacturas disminuyan, mejorando, *ceteris paribus*, los términos de intercambio de los exportadores netos de bienes comercializables. En este sentido, cualquier depreciación del dólar causa que los precios en dólares de las manufacturas aumenten *ceteris paribus*, depreciando, en consecuencia, el valor real de los bienes comercializables.

Sin embargo, el “todo lo demás” rara vez permanece constante bajo estas circunstancias, dado que los países en desarrollo reaccionarán a cualquier deterioro significativo de sus posiciones de ingreso a causa de una depreciación del dólar, incrementando como consecuencia los precios en dólares de sus principales bienes de exportación. Esto es cierto en los exportadores de petróleo del Medio Oriente, porque sus exportaciones consisten casi en su totalidad de petróleo crudo, el cual a su vez está valuado sólo en dólares. Así, en el caso de una represalia por parte de los países en desarrollo, la aceleración inicial de la inflación mundial, causada por una depreciación general del dólar y el incremento relacionado en los precios en dólares de las manufacturas, se fortalece al incrementar los precios de los bienes comercializables, como en la década de 1970. Sin embargo, en el caso de que el

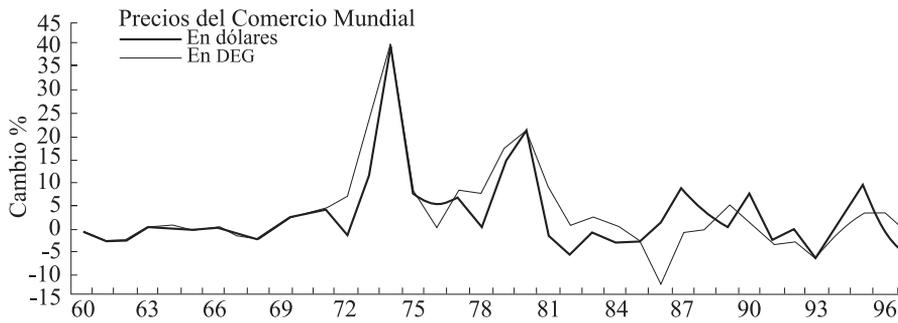
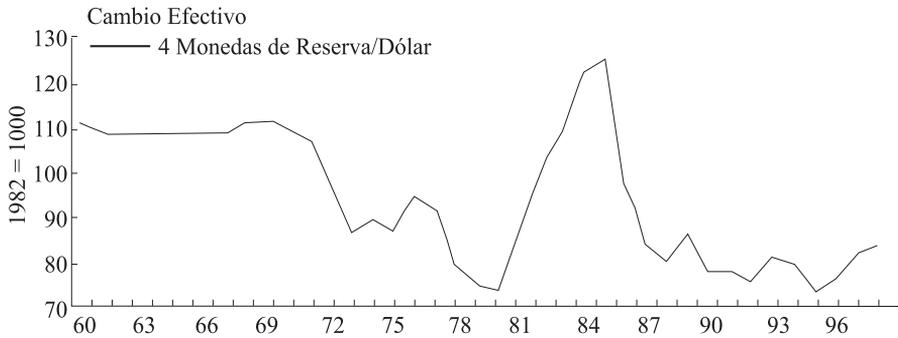
poder del mercado de los productores de “bienes dólares” sea débil, como en 1986, los precios en disminución de los bienes comercializables dificultarán la aceleración de la inflación en el comercio mundial, a causa de una depreciación del dólar.

*La tasa de cambio del dólar y la secuencia de inflación-contracción en el comercio mundial*

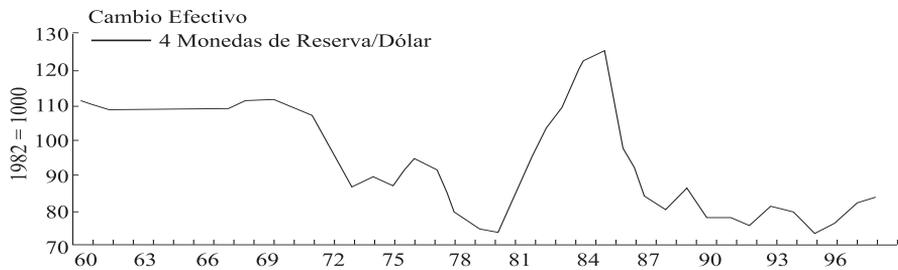
La Gráfica 2 muestra la influencia de las dos depreciaciones de la moneda mundial durante 1971-73 y 1976-78 sobre la aceleración resultante de la inflación mundial. También muestra la influencia de la apreciación del dólar, que rebasa el ámbito nacional, sobre los precios en dólares dentro del comercio mundial mismo que cayó en términos absolutos entre 1981 y 1985 y la depreciación del dólar resultante que indujo otra vez una aceleración en la inflación mundial que, no obstante, fue amortiguada en 1986 gracias a una disminución del precio del petróleo. Estas fluctuaciones de mediano plazo de la inflación mundial se vertieron sobre la dinámica inflacionaria dentro de los países industriales. Ambas aceleraciones de la inflación de los precios al consumidor durante la década de 1970 fueron, en un alto grado, causadas por una aceleración mayor de la inflación en el comercio internacional y la desinflación significativa en los países industriales en la primera mitad de la década de 1980; fomentada a su vez por la caída de los precios mundiales de importación.

Tomar en cuenta el papel del dólar como moneda mundial conduce a concluir que los dos incrementos en el precio del petróleo debieran comprenderse más bien como respuestas endógenas a las dos depreciaciones del dólar mas que “perturbaciones “exógenas. Ambos incrementos del precio del petróleo tuvieron dos efectos principales, por un lado, contribuyeron a una aceleración de la inflación tanto como una recesión y, por otro lado, a un incremento relacionado en el desempleo. Por lo cual, la relación de la curva de Phillips se quebró en la década de 1970, a causa de la desestabilización de la moneda mundial; no obstante, tanto los monetaristas antiguos como los nuevos, descartaron la importancia de la primera depreciación del dólar y la “perturbación” del precio del petróleo relacionada sobre la recesión resultante y la consecuente inflación acelerada de manera simultánea. Este descuido, junto con los supuestos de una tasa “natural” de desempleo y de expectativas “racionales” llevaron a los economistas como Friedman y Lucas a interpretar la coincidencia de la inflación y un desempleo creciente, de tal manera que “prueban” la irrelevancia de cualquier política de pleno empleo.

**Gráfica 2**  
**La tasa de cambio del dólar y la inflación mundial**



**Gráfica 2**  
**La tasa de cambio del dólar y la inflación mundial**



Fuente: Matriz de comercio ONU, *International financial statistics* (FMI).

De esta forma, se presenta una paradoja de la historia sobre este relato: los mismos economistas que utilizaron el pretendido fracaso de la curva de Phillips como un argumento contra la política de pleno empleo, principalmente Milton Friedman, han defendido por muchos años un sistema de tasas de cambio flexibles y, por lo tanto, contribuido indirectamente a estas turbulencias internacionales que fueron las causas más importantes del incremento simultáneo en la inflación y el desempleo.

## **2. Las tasas de cambio y las tasas de interés del dólar como “precios de activos” supranacionales**

La mayoría de las reservas financieras internacionales se mantienen en dólares, y también los créditos a los países en desarrollo se otorgan en esta moneda. Por lo tanto, cualquier modificación en las tasas de cambio modifica simultáneamente el valor de la deuda; esto es, entre mayor es la participación de los “bienes no dólares” en las exportaciones totales de un país cuyos adeudos se encuentren en dólares, mayor será el “efecto depreciación de la deuda” debido a una depreciación del dólar y más grande el “efecto apreciación de la deuda” que resulta de una apreciación del dólar.

Estos efectos de valoración de la deuda provocados por variaciones en las tasas de cambio de la moneda mundial, pueden expresarse de manera equivalente en la tasa real de interés sobre la deuda internacional en dólares. Cualquier depreciación del dólar, *ceteris paribus*, causa que los precios cotizados en dólares de las manufacturas se incrementen, lo cual a su vez provoca que la tasa de interés disminuya.<sup>5</sup> Si los precios de los bienes comercializables se incrementan, en reacción a una depreciación del dólar, entonces la tasa real de interés sobre una deuda internacional en dólares disminuye aún más.

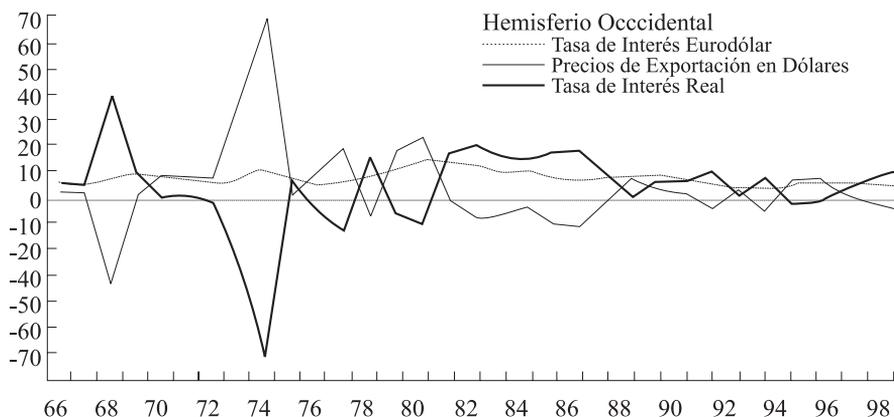
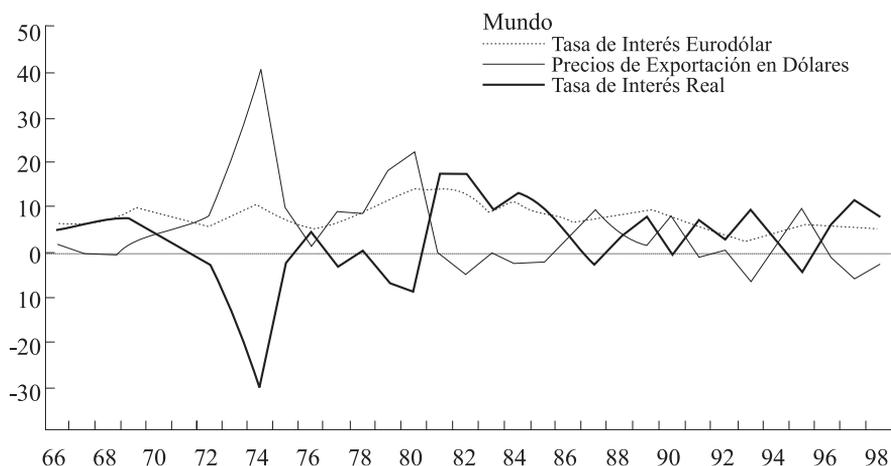
¿Cómo la interacción entre tasas de interés, tasa de cambio del dólar y precios en dólares determina los movimientos en el interés real sobre la deuda internacional? Sobre bases empíricas se pueden distinguir las siguientes relaciones (véanse las gráficas 2 y 3). Una baja, y en la mayoría de los casos un nivel decreciente de la tasa de interés nominal del eurodólar en relación a otras monedas de reserva (1970-72, 1974-77 y 1984-86), tiende a inducir una depreciación del dólar; lo opuesto es verdad en el caso de una tasa de interés del dólar relativamente alta y, en la mayoría de los casos, creciente entre 1977 y 1981. Y una depreciación del

---

<sup>5</sup> La tasa eurodólar (LIBOR) se usa porque representa la tasa de interés de referencia de los créditos internacionales en dólares.

dólar persistente causa que la inflación mundial se acelere en términos de dólares; de esta manera, una apreciación persistente del dólar causa una contracción en el comercio internacional. Por consiguiente, una tasa de interés nominal del eurodólar relativamente baja coincide con inflación mundial alta y una tasa de interés del eurodólar comparativamente alta con una deflación en el comercio internacional.

**Gráfica 3**  
**Las tasas de interés real sobre la**  
**deuda internacional, en porcentaje**



Fuente: Matriz de comercio ONU, *International financial statistics* (FMI).

En la economía internacional, las tasas de interés nominales y las tasas de inflación del dólar no se mueven de una manera paralela (como se implica por la relación de Fisher para una economía nacional), sino de manera inversa, por lo cual ambos movimientos están relacionados entre sí por medio de cambios en las tasas de cambio del dólar. Como producto de esta “relación anti-Fisher”, los movimientos de las tasas de interés nominales y las tasas de inflación del dólar se refuerzan entre sí de tal manera que la tasa de interés real es la que fluctúa con mayor fuerza (véase la Gráfica 3).

Las fluctuaciones considerables de la tasa real de interés con relación a la tasa de crecimiento de las exportaciones determinan, entonces, la velocidad y la sustentabilidad del proceso de acumulación de la deuda debido a la restricción externa a la dinámica presupuestal. Esta relación implica que un país deudor puede operar un déficit primario externo permanente (déficit en cuenta corriente menos pagos netos de interés) sin enfrentar un incremento en su tasa de deuda exportación, si y sólo si la tasa de interés es más baja que la tasa de crecimiento de las exportaciones.<sup>6</sup>

En contraste, si la tasa de interés excede a la tasa de crecimiento de las exportaciones, entonces, un país deudor está obligado a obtener un superávit primario externo –eso es, una transferencia de recursos neta al resto del mundo- o, de lo contrario, experimentará un incremento permanente en su tasa de deuda exportaciones. Sin embargo, la última alternativa no es a menudo practicable, esto se debe a que los acreedores reaccionan a un aumento persistente en la relación deuda exportaciones disminuyendo los fondos adicionales, lo cual a su vez fuerza al país deudor a mejorar su cuenta corriente, principalmente a través de contracciones en las importaciones.

Las observaciones anteriores indican que, en un sistema económico internacional formado por una moneda clave inestable, prevalecen cualquiera de dos regímenes posibles con respecto a los costos de déficits financiero externos y del servicio de las deudas en dólares relacionadas (véase la Gráfica 3). Un régimen de

<sup>6</sup> Análogamente a la restricción dinámica presupuestal con respecto a las finanzas públicas, la restricción externa dinámica presupuestal describe la ruta temporal de la deuda externa (neta) de un país en relación a sus ingresos de exportación que dependen del déficit primario externo (déficit en cuenta corriente sin pagos de interés) y la diferencia entre la tasa de interés y las tasas de crecimiento de las exportaciones (todas las variables se expresan en la moneda en que se mantienen la deuda externa, en dólares):

$$d(D/X)/dt = (M/X - I) + (i - gx)D/X,$$

donde  $D$  representa deuda externa,  $X$  y  $M$  exportaciones e importaciones (nominales) netas de pagos de intereses,  $i$  la tasa de interés, y  $gx$  la tasa de crecimiento de las exportaciones (de esta manera, el déficit primario externo relativo a los ingresos de exportaciones se define como  $M/X-I$ ).

una moneda mundial barata, que se caracteriza por tasas de interés nominales del dólar bajas y a menudo decrecientes, tasas de cambio del dólar decrecientes y alta inflación de precios en dólares; por lo que la tasa de interés real sobre un adeudo internacional en dólares a menudo es negativa, como lo ocurrido durante los periodos 1971-80 y 1986-95. O un régimen de una moneda mundial cara, caracterizado por tasas de interés nominales en dólares relativamente altas, tasas de cambio de dólar crecientes e inflación negativa de precios en dólares; por lo tanto, la tasa de interés real de una deuda internacional en dólares se establece en un nivel extremadamente alto, como lo acontecido en los periodos 1981-85 y 1996-98.

De acuerdo al predominio relativo del régimen respectivo, es posible dividir el periodo desde el derrumbamiento de *Bretton Woods* en cinco subperiodos (la tasas de interés real se calcula como la diferencia entre la tasa de interés nominal del eurodólar y el cambio en los precios de exportación mundiales), como se muestra en el Cuadro 2.

**Cuadro 2**

	1971-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996-98
Tasa de interés eurodólar	8.5	11.7	7.8	4.7	5.6
Cambio en la tasa de cambio del dólar (4 MR/\$)*	-3.9	11.0	-9.1	-1.2	4.7
Cambio en los precios de exportación mundiales	15.0	-2.8	6.1	1.2	-2.9
Tasa de interés real sobre la deuda internacional	-6.5	14.5	1.7	3.5	8.5
Tasa real de crecimiento de las exportaciones mundiales	4.7	2.3	7.0	7.8	7.0

Fuente: Matriz de comercio ONU, *Internacional financial statistics* (FMI).

\* Cuatro monedas de reserva con respecto al dólar (N. del T.).

Solamente en un periodo —a saber, en la primera mitad de la década de 1990— las tasas de intercambio, las tasas de interés del dólar y los precios en dólares en el comercio mundial permanecieron estables, lo cual implicó que las tasas de interés real durante este periodo permanecieran en un nivel “razonable” de 3.5% en promedio. Sin embargo, todos los periodos se caracterizaron por costos extremadamente altos o bajos de deudas financiadas internacionalmente. El Cuadro 2 muestra que durante la década de 1970 la tasa de interés real en dólares fue negativa (-6.5%), posteriormente saltó a 14.5% en promedio durante la primera mitad de la década de 1980, solamente para caer otra vez a 1.7 por ciento durante la segunda mitad de la década de 1980. Desde 1995, la apreciación del dólar y la contracción relacionada en el comercio mundial provocó que la tasa de interés real sobre la deuda internacional en dólares permaneciera muy alta (8.5%).

Estos cambios de una moneda mundial barata a una cara fueron causados, en mayor grado, por variaciones tanto en las tasas de cambio del dólar como en las alteraciones relacionadas de la inflación mundial que por las variaciones en las tasas de interés nominales del dólar. Esto es evidente en los dos periodos de tasas de interés real muy altas (1981-85 y 1996-98), cuando un dólar que se apreciaba indujo a una disminución persistente de los precios del comercio mundial (véase la Gráfica 3).

### *La crisis de la deuda en América Latina*

En la década de 1970 las bajas tasas de interés y la inflación alta en dólares desembocaron en una elevada tasa de interés real negativa sobre las deudas internacionales, a saber -6.5 por ciento en promedio para el mundo y aún -8.9 por ciento para el hemisferio occidental; en particular en América Latina los precios de exportación se incrementaron más rápido que los precios globales del comercio mundial; véase la Gráfica 3. Estos costos crediticios negativos indujeron (y sedujeron) a los países en desarrollo a conservar el crecimiento de las importaciones en un alto nivel, no obstante la disminución del crecimiento de las exportaciones, y a financiar sus déficits crecientes por medio de una acumulación desproporcionada de deudas internacionales. Este comportamiento tuvo tres efectos principales:

- 1) América Latina experimentó el crecimiento económico más alto en la historia de la posguerra, con el PIB per cápita creciendo en 3.5% en promedio entre 1970 y 1980 (algunos países como Brasil o México que alcanzaron tasas de crecimiento de 7 por ciento o más, se pueden denominar los “tigres” de la década de 1970). Este desarrollo dinámico fue posible por el fuerte crecimiento de las importaciones.
- 2) Al aumentar las importaciones, estos países actuaron como “compradores de último recurso” durante las recesiones de 1974-75 y 1979-82, porque al disminuir los países industriales sus importaciones, la demanda adicional de los países productores de petróleo no fue suficiente para compensar esta disminución. En términos de flujos financieros, los países latinoamericanos accedieron a una gran parte de los excedentes de los países exportadores de petróleo en forma de deudas adicionales en dólares (véase la Gráfica 7).
- 3) No obstante que la deuda externa de América Latina aumentó a una tasa muy alta (en casi 20 por ciento anual), la tasa de deuda exportaciones permaneció estable. Esto fue posible porque las tasas de interés fueron 11.3 puntos porcentuales más bajas en promedio que la tasa de crecimiento de las exportaciones (véase la Gráfica 3).

Entre 1980 y 1981, el interés real sobre la deuda externa de América Latina se incrementó en casi 30 puntos porcentuales debido a un aumento simultáneo en la tasa de interés y la tasa efectiva de cambio del dólar, lo cual a su vez provocó que los precios en dólares en el comercio internacional disminuyeran (véase la Gráfica 3). Al mismo tiempo, el crecimiento real de las exportaciones de estas naciones fue obstaculizado por las recesiones severas en los países industriales; teniendo como consecuencia que la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de crecimiento de las exportaciones se incrementaran dramáticamente, a saber, de -11.3 por ciento (1971-80) a 14.2 por ciento (1981-86). El nivel de esta diferencia causó que la tasa deuda-exportaciones aumentara casi 50% entre 1980 y 1982.

Los acreedores reaccionaron a este deterioro de la posición financiera de casi todos los países endeudados reduciendo los flujos de fondos adicionales y, como consecuencia, explotó la crisis de la deuda internacional de 1982. No obstante que los países en desarrollo en América Latina, y también en África, procuraron lograr excedentes comerciales significativos (al disminuir las importaciones y el crecimiento económico; véase la Gráfica 8), sus tasas de deuda exportaciones continuaron aumentando, porque la tasa de interés excedió persistentemente la tasa de crecimiento de las exportaciones. La causa principal del tamaño de este diferencial fue el alza continua de la tasas del cambio del dólar y la contracción asociada en el comercio mundial en términos de dólares (véase la Gráfica 3).

En 1985 las condiciones financieras cambiaron de un régimen de una moneda mundial cara a uno de moneda mundial barata. Las tasas de interés y las tasas de cambio del dólar disminuyeron y los precios internacionales en dólares escalaron de nuevo, causando que la tasa real de interés sobre la deuda internacional disminuyera en aproximadamente 15 puntos porcentuales. Esta disminución fue aún más pronunciada para América Latina (véase la Gráfica 3). Como consecuencia, la tasa de interés resultó de nuevo más baja que la tasa de crecimiento de las exportaciones, lo cual a su vez permitió que estas economías redujeran significativamente su tasa deuda exportaciones. Este proceso ayudó a mitigar la crisis de deuda, y permitió una entrada neta de capital financiero y un aumento de las inversiones directas, lo cual indujo una fuerte recuperación en América Latina a principios de la década de 1990 (véase la Gráfica 8).

### *La crisis financiera en Asia oriental*

Hasta la crisis de la deuda de 1982, las economías en desarrollo de Asia y América Latina habían crecido alrededor la misma tasa, pero con la crisis de la deuda, las importaciones y el PIB per cápita se estancaron por casi una década en América

Latina (véase la Gráfica 8). Las economías asiáticas, en contraste, continuaron creciendo a altas tasas, fomentadas por una férrea expansión de las importaciones reales, en particular de bienes de inversión; como consecuencia, el saldo externo de los países en desarrollo en Asia se deterioró continuamente entre 1986 y 1996 (véase la Gráfica 8).

No obstante, algunos países de Asia oriental se han transformado exitosamente en economías industrializadas (“países tigres”) logrando ser tan competitivas, que sus exportaciones mantuvieron el paso del crecimiento de sus importaciones. Probablemente el ejemplo más impresionante sea Corea del Sur; por un lado las importaciones, exportaciones y PIB de Corea de Sur crecieron entre 1982 y 1997 a tasas anuales de 12.4, 13.4 y 8.5 por ciento respectivamente; en tanto, las finanzas gubernamentales y la cuenta corriente estuvieron en equilibrio.

Dos procesos en la prehistoria de la crisis financiera de 1997 fueron comunes a todos los estados tigres: primero, sus déficits de cuenta corriente empeoraron después de 1993-94; segundo, dichos déficits se financiaron principalmente con préstamos en dólares de bancos occidentales, básicamente de Alemania y Japón. La causa principal del incremento en los déficits externos de los tigres fue la ampliación de la brecha en las tasas de crecimiento entre ellos y las de Europa y Japón. En Europa, las altas tasas de interés reales, el colapso de las tasas de cambio estables dentro del Sistema Monetario Europeo (SME) y la restricción fiscal concertada disminuyeron el crecimiento económico; en Japón, el crecimiento permaneció lento debido tanto a la apreciación del yen, como a los estallidos de la burbuja especulativa en los mercados de acciones y de bienes raíces. Al mismo tiempo, la inversión y la producción en las economías tigre continuaron su rápida expansión. Como resultado, la demanda de importaciones de EUA y Japón creció mucho más rápido a como lo hicieron en la otra dirección.

La estructura descrita del doble papel del dólar sugiere que la crisis financiera de 1997 no fue impulsada por el nivel de la deuda externa ni por su tasa de crecimiento, sino más bien por el hecho de que dicha deuda se mantuviera en dólares y que las tasas de interés y de cambio en dólares se incrementaran fuertemente. El Sistema de la Reserva Federal de EUA, con base en consideraciones de política interna, incrementó la tasa de interés clave en 1994, lo cual causó que la tasa del eurodólar se incrementara casi al doble, de 3.5 por ciento a principios de 1994 a 6.2 por ciento una año más tarde. Este proceso, junto con el desempeño positivo de la economía de EUA, indujeron a una apreciación creciente del dólar, induciendo así una “voltereta” de moneda mundial barata a una cara. Por primera vez desde principios de la década de 1980, la economía mundial se caracterizó por un régimen deflacionario en términos de dólares y, en consecuencia, por una tasa de

interés real en extremo alta sobre las deudas internacionales en dólares (véanse las gráficas 3 y 4).

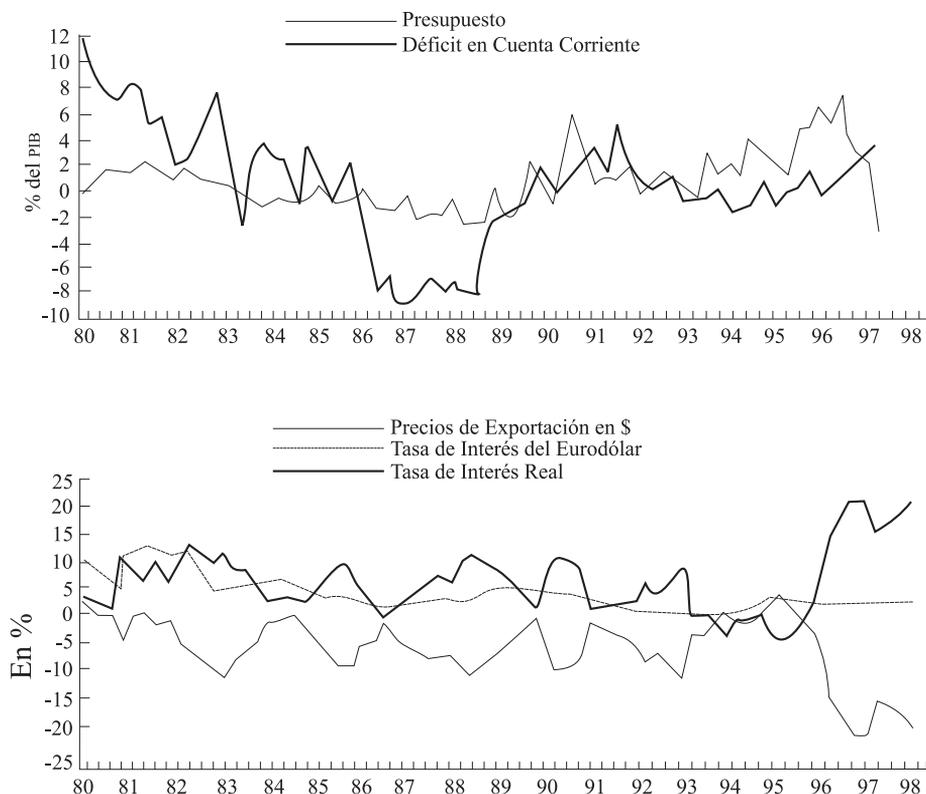
Para mediados de 1997, la tasa de cambio del dólar aumentó de 1.40 marcos alemanes a 1.80 y de 85 yenes a 115 (i.e., en 30 y 35 por ciento, respectivamente). Esto disminuyó los ingresos por concepto de exportaciones en dólares de los tigres que eran necesarios para el servicio de su deuda externa. Por ejemplo, un automóvil exportado a Alemania y vendido en 20,000 marcos le generaba ingresos a Hyundai por 14,400 dólares a mediados de 1995. Dos años más tarde, este ingreso en dólares disminuyó a cerca de 11,100 –únicamente porque el dólar aumentó con respecto al marco alemán.

El efecto de la apreciación del dólar sobre los ingresos de exportación se vio reflejada en la evolución de los precios de exportación en términos de dólares. Estos precios de exportación disminuyeron entre 1995 y 1997 para Corea del Sur en 14 por ciento anual, implicando que el interés real sobre la deuda en dólares aumentara de 18.8 por ciento en 1996 a 21.1 por ciento en 1997 (véase la Gráfica 4). La razón principal de porqué los precios en dólares de las exportaciones coreanas disminuyeran más que el promedio mundial consiste en el hecho de que el won (moneda nacional coreana) se empezó a depreciar frente al dólar en el primer trimestre de 1996, perdiendo casi 15 por ciento de su valor sólo un año más tarde. Debido a que los productores coreanos valúan las exportaciones principalmente en términos de sus costos en won, los precios y las ganancias de las exportaciones en dólares se abatieron en forma notable.

Estos elementos caracterizaron la evolución de todas las economías tigre antes del estallido de la crisis a mediados de 1997 (como la ocurrida en 1982 para América Latina), que causó en primer lugar una escasez de liquidez en dólares a favor de los países deudores. Las dificultades para pagar el servicio de la deuda de corto plazo en dólares rompió entonces la confianza de los bancos prestamistas y los indujo a retirar su capital abruptamente. No obstante que tales acciones parecieran racionales a un banco individual, el resultado agregado fue más bien desastroso (sobre las características de las crisis financieras en un contexto histórico, Kindleberger 1996). El pánico financiero llevó a las economías tigre al borde de la insolvencia y las forzó a mantener reducciones en las importaciones y en la producción mayores a las que habrían sido necesarias si las deudas financieras se hubieran reestructurado de una manera coordinada.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Radelet y Sachs (1988) documentaron cuidadosamente cómo la crisis en Asia oriental se transformó de una crisis de liquidez (casi) en una crisis de insolvencia. Sin embargo, a mi parecer, los autores subestimaron el impac-

**Gráfica 4**  
**Desarrollo de la crisis financiera en Corea del Sur**



Fuente: *International financial statistics* (FMI).

to del incremento en la tasa de interés y, particularmente, en la tasa de cambio del dólar sobre el desarrollo de la crisis porque no distinguieron explícitamente entre el dólar como moneda de EUA y como moneda mundial; por ejemplo, cuando explican el hecho de que el crecimiento de las ganancias de las exportaciones en dólares disminuyeron fuertemente en todos los países considerados en su cuadro 6, los autores mencionan la apreciación del dólar solamente en último lugar (p. 33 y ss). Y aún en este contexto parece que consideran como el canal más importante, por el cual la apreciación del dólar afectó a las economías tigre, la fijación de sus monedas al dólar (sin embargo, el won ya se había empezado a depreciar un año y medio antes de que la crisis estallara).

## *El “derrame” de la crisis financiera a Rusia y América Latina*

La crisis en las relaciones financieras entre los países occidentales y Rusia, así como el colapso relacionado con la tasa de cambio del rublo ruso, están vinculados a la crisis en Asia oriental a través de dos canales:

- 1) Los bancos occidentales inundaron Rusia con préstamos de corto plazo exactamente en el tiempo en que retiraban capital de Asia oriental. Las inversiones en títulos de deuda rusos cuantificaban solamente 8 mil millones de dólares en 1996, pero se incrementaron a 13 en la primera mitad de 1997 y llegaron a más de 30 en la segunda mitad de ese año. Como es obvio, los bancos trataron de tomar ventaja de las altas tasas de interés en rublos bajo la expectativa de que la tasa de cambio del rublo permanecería estable, como ha sido el caso desde principios de 1995.
- 2) La confianza en la estabilidad de la tasa de cambio del rublo fue sacudida en el curso del último trimestre de 1997 debido a la abrupta caída en los precios del petróleo, la cual, a su vez fue inducida en gran parte por la apreciación anterior del dólar como moneda mundial. Como consecuencia, los bancos trataron de retirar sus fondos de Rusia y cabildearon para que en su lugar las “inyecciones financieras” adicionales las proveyera el FMI.

El empeoramiento de la situación financiera en América Latina, en 1998, se puede atribuir no solamente a efectos de contagio psicológicos, sino también a los costos reales de financiar deudas internacionales. Como consecuencia de la fuerte apreciación del dólar y la caída inducida en los precios de los bienes comercializables, los precios de exportación en dólares de las economías latinoamericanas cayeron en 1997 y 1998, así que el interés real sobre las deudas en dólares internacionales se incrementó en más del 10 por ciento (véase la Gráfica 3). Este acontecimiento contribuyó al deterioro adicional de las cuentas corrientes en 1997 y 1998 (véase la Gráfica 8).

### **3. El papel del dólar en los mercados supranacionales de divisas**

Siendo la moneda “numeraire”, el dólar domina los mercados de divisas con respecto a las normas prácticas de cotización de intercambio y formación de expectativas: la tasa de cambio de cualquier moneda *vis à vis* el dólar se toma como el indicador más importante de su valor externo (las tasas cruzadas juegan solamente un papel menor); casi todas las transacciones de divisas conciernen a intercambios entre el dólar y otra moneda (el dólar sirve como la “moneda vehículo”); las expec-

tativas sobre tasas de cambio se forman principalmente con respecto a movimientos futuros de tasas de dólares y no de tasas cruzadas.

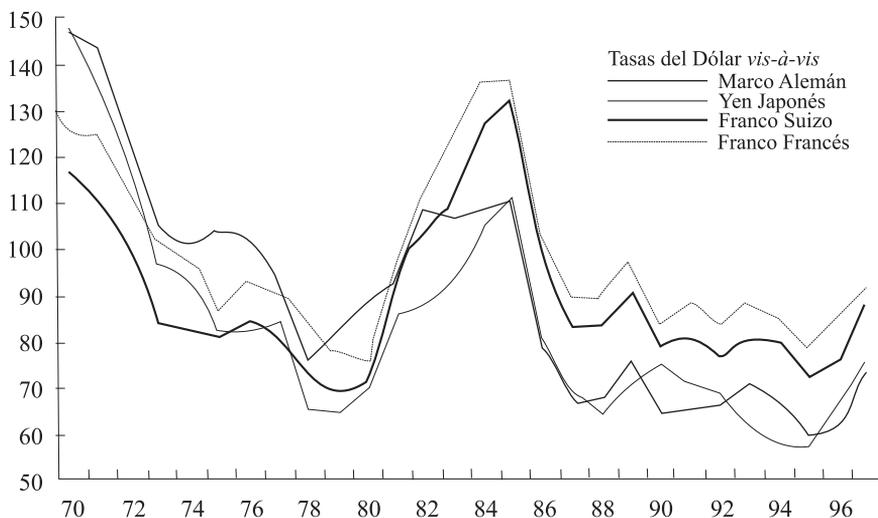
Estas características del mercado de divisas tienen un fuerte impacto sobre las diferentes dinámicas entre las tasas de dólares, por un lado, y las tasas cruzadas, por el otro (véase la Gráfica 5). Las tasas de cambio del dólar *vis à vis* la más importante de las otras monedas se mueven en una forma paralela. El grado de excedencia de impactos es mucho mayor en el caso del dólar que el de otras monedas (medidos por la desviación de la tasa de cambio nominal con respecto a la paridad del poder de compra -PPP). También la volatilidad de corto plazo de las tasas del dólar es mucho más alta que las correspondientes a las tasas cruzadas (medidas por la desviación estándar de los cambios mensuales de las tasas de cambio).

En consecuencia, esa moneda que sirve como moneda clave en la economía mundial, el dólar, es al mismo tiempo la más inestable de todas las monedas de reserva.<sup>8</sup> Las razones de porqué las tasas de cambio flotantes han sido tan inestables, especialmente las tasas en dólares, no son claras. Frankel y Froot (1987), Schulmeister (1988) y Harvey (1993) sugieren que la inestabilidad resulta a causa de horizontes cortos de intercambio, y Goldberg y Frydman (1996) muestran que las tasas de cambio flotantes se debieran caracterizar por oscilaciones amplias que implican movimientos persistentes lejos de la PPP cuando los jugadores del mercado poseen conocimiento imperfecto acerca del modelo verdadero que gobierna los movimientos de la tasa de cambio. Cualesquiera que sean las razones, las tasas de cambio del dólar han sido mucho más inestables que las que cualquiera hubiera esperado antes de la década de 1970 (Dornbusch y Frankel, 1987).

---

<sup>8</sup> La teoría de la tasas de cambio no toma en cuenta las diferencias significativas en las dinámicas de las tasas del dólar y las tasas cruzadas. En lugar de ello, las teorías tanto como los estudios empíricos sobre tasas de cambio, modelan la tasa de cambio del dólar del mismo modo como las de cualquier otra moneda. Sin embargo estudios recientes confirman que el comportamiento de la tasa de cambio real del dólar es significativamente diferente de los de otras monedas (Jorion y Sweeney, 1997; Lothian, 1998; Papell and Theodoridis, 1998).

**Gráfica 5**  
**Fluctuación de la tasa de cambio y**  
**paridad del poder de compra (PPP=100)**



Fuente: *International financial statistics* (FMI), *Economic outlook* (OCDE).

#### 4. Cómo el doble papel del dólar ha conformado el desarrollo económico de la posguerra

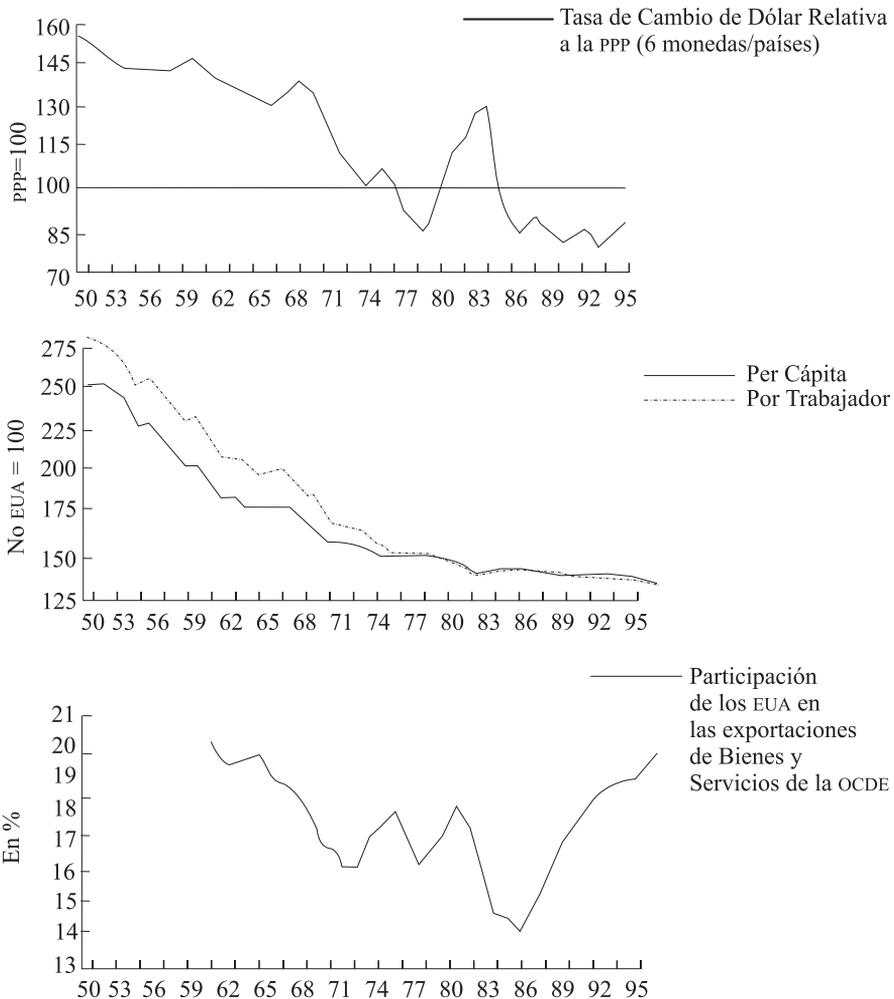
Por último, me propongo resumir cómo los conflictos entre el papel del dólar como moneda nacional de EUA y como moneda mundial han conformado el desarrollo económico de la posguerra. Las políticas fiscal y monetaria de EUA se enfocan sobre problemas internos de su economía. Sin embargo, al mismo tiempo la política de EUA, de orientación interna, tiene a menudo un fuerte impacto sobre la economía mundial a causa del doble papel del dólar.

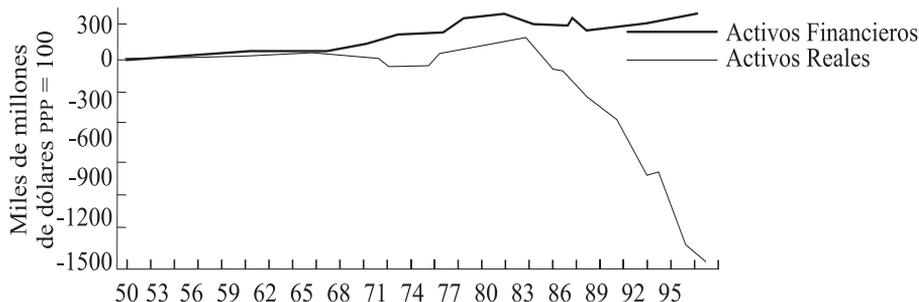
##### *Estados Unidos y la economía mundial bajo el sistema de Bretton Woods*

El acercamiento de los países industriales *vis-à-vis* el líder EUA en las décadas de 1950 y 1960 fue causada en parte por el sistema *Bretton Woods* (véase la Gráfica 6). La estabilización de las tasas de cambio contribuyeron a consolidar el crecimiento del comercio internacional, no obstante EUA, que tuvo casi una economía cerrada

en las décadas de 1950 y 1960, se benefició menos de esta evolución en comparación con las otras economías industriales. También el alto nivel de sobrevaluación del dólar (en relación a la PPP) permitió que los otros países industriales crecieran a tasas significativamente más altas que las de EUA.

**Gráfica 6**  
**El sistema monetario internacional**  
**y la economía de EUA**





Fuente: *Economic outlook* (OCDE), *Penn world tables*, *flow of fund accounts* (Reserva Federal).

Este acercamiento, unido a la sobrevaluación del dólar, causó que la participación del mercado y el superávit comercial de EUA disminuyeran (véase la Gráfica 6). No obstante que la obligación de conservar la tasa de cambio del dólar estable a un nivel sobrevaluado se convirtiera en una carga para el sector real de la economía de EUA, proporcionó condiciones favorables para la economía mundial como un todo. La tasa de cambio del dólar estable contribuyó a la estabilidad de los precios relativos entre bienes comercializables y manufacturas (véase la Gráfica 7) y, por lo tanto, a la estabilidad de los términos de intercambio entre los países industrializados, exportadores del petróleo y países en desarrollo no petroleros. Los términos de intercambio estables ayudaron a su vez a evitar luchas sobre la distribución de las ganancias comerciales. Bajo estas condiciones favorables, no surgieron desequilibrios comerciales persistentes, por lo que ningún grupo de países tuvo que ajustarse a desequilibrios externos mediante la reducción de las importaciones (véase la Gráfica 7). Esto ayudó a las altas tasas de crecimiento sin precedentes en el comercio y la producción mundial.

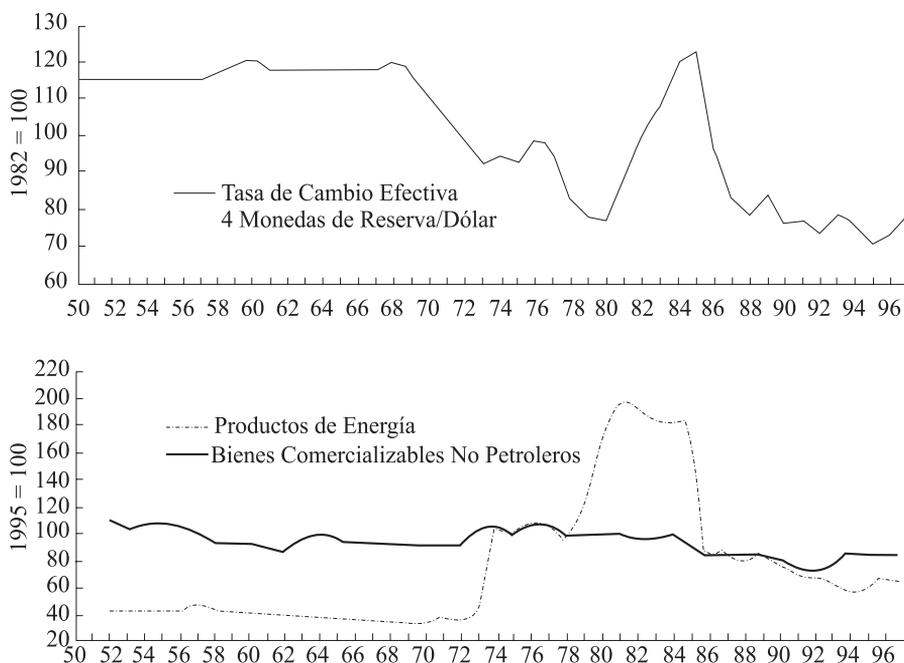
La estabilidad de las tasas de cambio del dólar fue lograda por la relativa estabilidad de las tasas de interés nominales del dólar, sobre todo porque la estabilización de las condiciones financieras para la acumulación de capital real fue un objetivo explícito de la política económica. A excepción del auge coreano en 1951, también la inflación en el comercio mundial fluctuó poco. En consecuencia, la tasa de interés real sobre la deuda internacional a su vez permaneció estable y fue, al mismo tiempo, de manera persistente más baja que la tasa de crecimiento en el comercio mundial (véanse las gráficas 7 y 8).

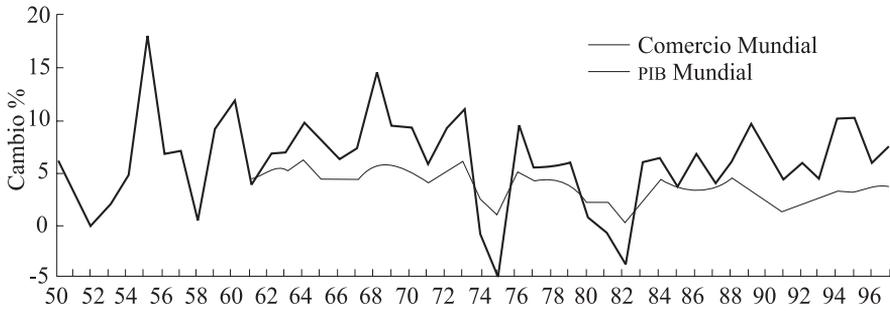
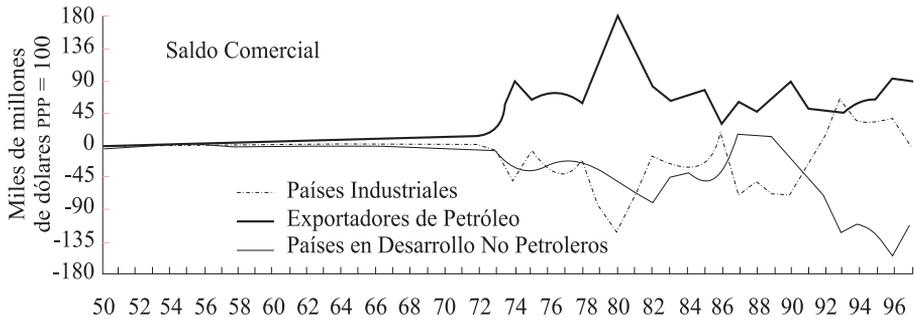
Durante la segunda mitad de la década de 1960, las políticas económicas orientadas al interior de EUA se convirtieron en expansionistas de manera

creciente, causando que la inflación se acelerara. Al mismo tiempo, el escalamiento de la guerra de Vietnam indujo un deterioro adicional de la balanza de pagos de EUA que fue financiada por medio de exportaciones de dólares. Como consecuencia, la discrepancia entre la cantidad de activos en dólares fuera de EUA y las reservas de oro de este país se amplió de manera creciente (“saturación de dólares”), debilitando la credibilidad de la paridad dólar-oro.

Con el propósito de combatir la recesión pronunciada de 1970, EUA redujo las tasas de interés. Dada la intensa presión sobre las tasas de cambio del dólar, en particular la relativa al marco alemán, la baja en las tasas de interés en dólares indujo una enorme salida de capital del dólar en anticipación de una devaluación del mismo. Como consecuencia, EUA tuvo que suspender la convertibilidad oro del dólar y devaluar su moneda en 1971. Estos eventos constituyeron los pasos decisivos hacia el rompimiento definitivo del sistema de tasas de cambio fijas que ocurrió a principios de 1973.

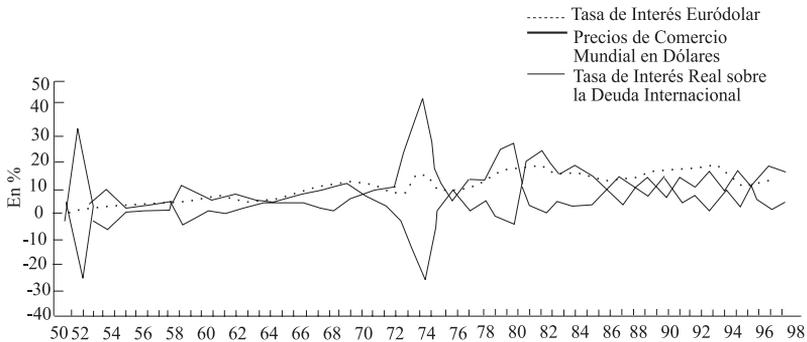
**Gráfica 7**  
**El sistema monetario internacional**  
**y la economía mundial, I**

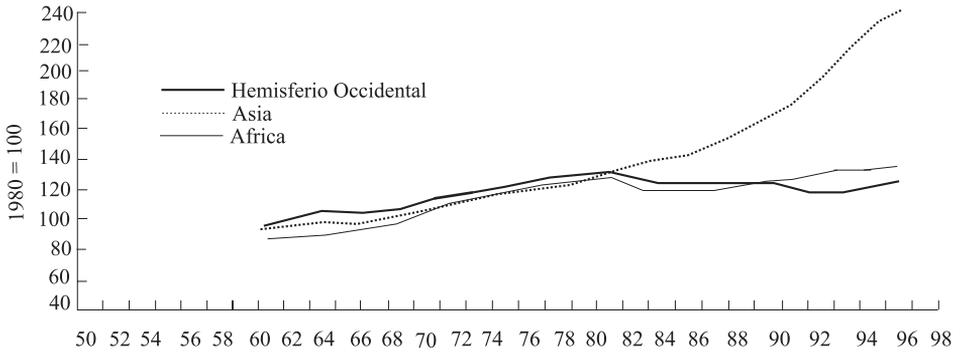
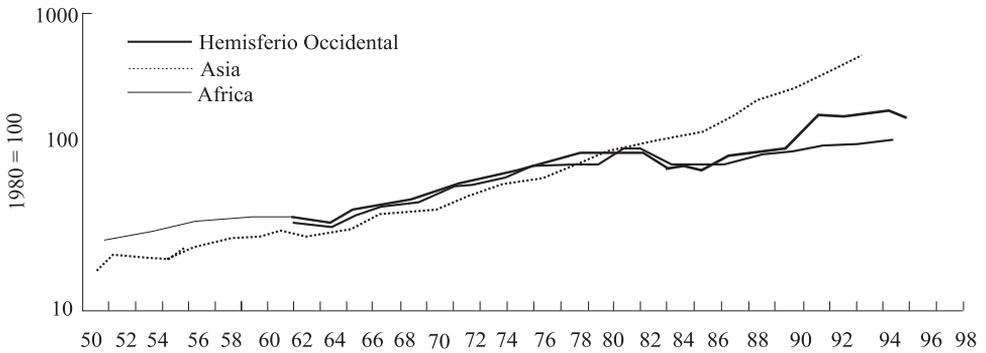
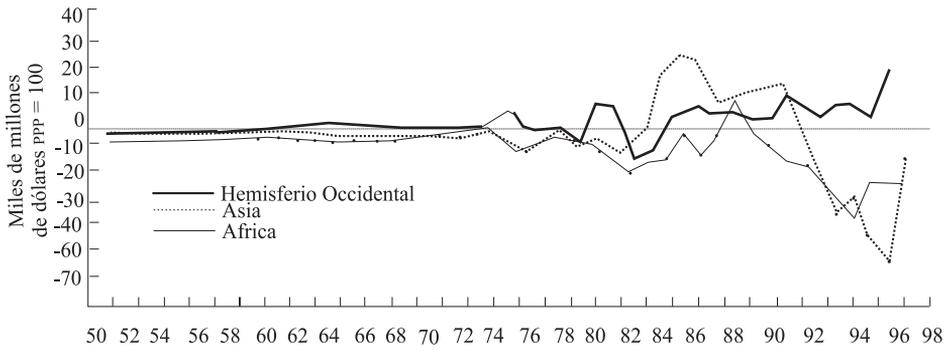




Fuente: Matriz de comercio ONU, *International financial statistics* (FMI).

### Gráfica 8 El sistema monetario internacional y la economía mundial, II





Fuente: Matriz de comercio ONU, *International financial statistics* (FMI).

Una vez que EUA se deshizo del objetivo de conservar estables las tasas de cambio del dólar, la Reserva Federal continuó con una política expansionista. Las bajas tasas de interés en dólares coadyuvaban a que el dólar se depreciara fuertemente; además, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial, los cambios del dólar *vis à vis* las monedas de los otros países del Grupo de los Siete (G7), a fines de la década de 1970, fueron más bajas que la PPP (véase la Gráfica 6). A su vez, el dólar barato ayudó a que el sector real de la economía de los EUA fuera relativamente poco afectado por la turbulencia internacional de la década de 1970, en parte debido a una participación creciente del mercado. Por lo tanto, el crecimiento económico en EUA disminuyó menos que en los otros países industriales, p. ej. el acercamiento de éstos últimos se detuvo (véase la Gráfica 6).

Desde una perspectiva global de la economía mundial, la política orientada nacionalmente de EUA tuvo consecuencias de largo alcance. El par de depreciaciones del dólar contribuyeron significativamente a las dos “perturbaciones” subsecuentes del precio del petróleo y su inevitable impacto sobre los términos de intercambio, lo que a su vez causó grandes desequilibrios en el comercio internacional (véase la Gráfica 7). Debido a la alta inflación en el comercio mundial, en términos de dólares, las tasas de interés real sobre la deuda internacional se convirtieron en fuertemente negativas (véase la Gráfica 8). Bajo estas condiciones, muchos países en desarrollo acumularon enormes deudas que, a su vez, les permitieron acelerar el crecimiento de las importaciones no obstante la fuerte caída en el crecimiento de las exportaciones.

Al mismo tiempo, las “perturbaciones” del precio del petróleo impulsaron dos recesiones severas y dos olas de inflación acelerada (véase la Gráfica 2). La conjunción de un aumento en el desempleo y la inflación fue considerada, entonces, como evidencia en contra del concepto de la macroeconomía keynesiana, en particular por aquellos economistas como Milton Friedman quien ha defendido fuertemente un sistema de tasas de cambio flotantes y, por lo tanto, contribuido indirectamente a la realización de esta conjunción.

La (contra) revolución monetarista logró el apoyo del sector financiero y, particularmente, de los grandes propietarios de los activos financieros (la “City” y los “rentiers” en la jerga keynesiana); quienes, a su vez, fueron golpeados por tasas de interés en dólares que permanecían extremadamente bajas, tasas de cambio del dólar decrecientes e inflación alta. El cambio en la corriente principal de la teoría económica fue acompañada por un cambio fundamental en la política monetaria; muestra de lo anterior, fue el abandono del objetivo de la Reserva Federal de pre-

servar las tasas de interés estables y a un nivel relativamente bajo que permitiera el estímulo al sector real. En contrapartida y apoyando al sector financiero, la Reserva Federal restringió el crecimiento monetario para combatir la inflación.

El cambio en la política monetaria de EUA indujo una fuerte apreciación del dólar en 1980, que continuó hasta 1985. La caída relacionada en los precios mundiales comerciales en conjunto con las tasas de interés nominales en dólares crecientes causaron que el interés real sobre las deudas internacionales se incrementara dramáticamente (véanse las gráficas 2 y 8). En coadyuvancia, el crecimiento de las exportaciones de los países deudores fue desalentado por la recesión de 1980-82. Bajo estas condiciones, las tasas de deuda exportaciones tuvieron un crecimiento importante, lo cual, a su vez, disparó la crisis de la deuda en 1982.

Como consecuencia, los países en desarrollo fueron forzados a conseguir superávits en la cuenta corriente, lo cual lograron solamente con la contracción de sus importaciones. Este resultado fue la razón principal de la baja en el PIB real per cápita en América Latina y África entre 1980 y 1990 (véase la Gráfica 8).

Para la economía de EUA, la combinación de tasas de interés en dólares más altas y tasas de cambio en dólares también crecientes tuvo consecuencias contradictorias. El sector financiero en auge se convirtió en más innovador que nunca; sin embargo, el sector real permaneció deprimido: la recesión a principios de la década de 1980 fue la más larga en la historia de la posguerra, y las pérdidas en las participaciones del mercado incurridas por los exportadores de EUA llegaron a ser dramáticas, con un deterioro persistente en la cuenta corriente de EUA (véase la Gráfica 6).

En contrapartida a estos acontecimientos, la Reserva Federal llevó a cabo, a mediados de 1985, una política monetaria expansiva, lo cual indujo, junto con un alto déficit en cuenta corriente, una fuerte depreciación del dólar que fue de nueva cuenta excesiva en impacto. Desde entonces el dólar ha estado de forma sistemática subvaluado, lo cual representa la razón más importante de las grandes ganancias de los exportadores de EUA en participación en el mercado mundial (véase la Gráfica 6).

Debido a intereses económicos nacionales —a saber, disminuir las presiones inflacionarias potenciales— la Reserva Federal empezó a incrementar las tasas de interés en 1994, lo cual sienta las bases para una fuerte apreciación del dólar entre 1995 y 1997, también alentada por el buen desempeño de la economía de EUA.

Para la economía mundial como un todo, la apreciación del dólar de 1995-97 tuvo cualitativamente efectos similares a los presentados a principios de la década de 1980. Los precios en dólares en el comercio mundial disminuyeron y el inte-

rés real sobre las deudas internacionales empezó a crecer. Este resultado golpeó a las economías dinámicas de Asia oriental, debido a que mantenían su deuda externa en dólares, por lo que dicha deuda se disparó durante la década de 1990. De igual forma que en la década de 1980, los precios en dólares de las materias primas disminuyeron más que las manufacturas, lo cual contribuyó al derrame de la crisis financiera a Rusia y América Latina.

La relación entre EUA y el resto del mundo con respecto al doble papel del dólar se caracteriza actualmente por el siguiente trilema:

Primero, como moneda nacional de EUA, el dólar ha estado demasiado subvaluado en relación al ecu y al yen desde mediados de la década de 1980 –siendo esta la razón principal del crecimiento continuo de la participación de mercado de EUA. Esto se ve claramente si se calcula la PPP del dólar sobre la base de una canasta de bienes comerciados internacionalmente en lugar de una canasta de PIB. En el primer caso, la subvaluación del dólar es más de 10 puntos porcentuales más alta que sobre la base usual del PIB. Sobre una base del PIB, el dólar está subvaluado en la actualidad en aproximadamente 10 por ciento *vis à vis* el ecu/euro (utilizando las tasas de cambio de fines de 1998), mientras que sobre una base de bienes comerciables, el dólar se subvaluó en más de 20 por ciento.<sup>9</sup>

Segundo, como una moneda mundial, el dólar se apreció a ritmo creciente entre 1995 y 1997 debido, como hemos visto, a que un dólar creciente deprime los precios en dólares en el comercio mundial; en particular, los precios de los bienes comercializables, y tal régimen contraccionista a su vez revalúa fuertemente a las deudas denominadas en dólares.

Tercero, el papel dual del dólar le permite a EUA incurrir en deuda extranjera (internacional) denominada en su moneda nacional y, en consecuencia, sin algún límite razonable; esta facultad ha sido explotada en exceso en los últimos quince años. La deuda extranjera neta de EUA se aproxima a 2 billones\* de dólares (en 1997 ya era casi 1.5) y en la actualidad se incrementa en 300 mil millones de dólares anuales (véase la Gráfica 6). Así, la economía más rica del mundo es, también, la mayor deudora y la mayor consumidora neta de bienes y

<sup>9</sup> La PPP del euro se calcula de la misma manera como la tasa de cambio nominal del euro, utilizando los datos bilaterales de la PPP en lugar de las tasas de cambio bilaterales. Para una discusión de la sobrevaluación persistente del euro (ECU), ver Schulmeister (1997). El hecho de que el dólar está generalmente subvaluado (menos subvaluado) sobre la base de una canasta de bienes comercializables que sobre una canasta del PIB concuerda con las expectativas teóricas, que conforme una economía es “más rica”, más caros son los servicios (salud, educación, etc.) comparados con manufacturas comerciadas internacionalmente (Balassa, 1964; Samuelson, 1964).

\* Se considera el significado de billón como millón de millones de dólares, conforme a la práctica establecida en los países de habla hispana (N. del T.).

servicios del resto del mundo. Como el endeudamiento anual de EUA excede por mucho a sus pagos de intereses sobre la deuda existente, los países acreedores (principalmente la Unión Europea y Japón) pagan ellos mismos los intereses sobre ésta. A cambio de esto y de la transferencia real de recursos, reciben solamente vales de crédito de EUA en un valor siempre creciente (EUA imita al Sr. Ponzi en sus finanzas externas y puede hacerlo así solamente porque emite la moneda mundial).<sup>10</sup>

### **Conclusiones (hacia una terapia sistémica)**

Es la especulación de todos los días en los mercados de las monedas, basada en gran parte en sistemas “técnicos” de intercambio seguidores de tendencia y, por lo tanto, reforzadores de tendencia, la que acumula los movimientos tipo burbuja hacia arriba y hacia abajo del dólar en el mediano plazo (Schulmeister, 1988). Los cambios persistentes en el valor de la moneda mundial, a su vez, cambian la distribución del ingreso y la riqueza en una escala global entre los exportadores de bienes comercializables y bienes industriales, por un lado, y entre los países acreedores y deudores por otro. Estas redistribuciones, a menudo abruptas, en conjunto con la incertidumbre inherente sobre los movimientos futuros de la tasa de cambio, representan una razón sistémica tanto para la disminución en el crecimiento económico a principios de la década de 1970 como de las “turbulencias” de los precios de bienes comercializables y las crisis financieras.

Por lo anterior, la llegada del euro debería tomarse como una oportunidad para estabilizar las tasas de cambio entre las tres principales monedas –dólar, euro y yen– de manera análoga al precursor de la Unión Monetaria Europea (UME), el

---

<sup>10</sup> Irónicamente, el “señoreaje externo” de EUA se discutió en la literatura económica principalmente en un tiempo, cuando su importancia cuantitativa era relativamente pequeña, en las décadas de 1960 y 1970 (Aliber, 1964; Kirschen, 1974). Además, estas discusiones solamente trataban con el “señoreaje clásico”, que surge de la diferencia en los rendimientos de los activos financieros del “señor” relativos a los rendimientos de sus pasivos (en tasas de cambio constantes). Sin embargo el “nuevo” señoreaje surge del cambio en el valor real de los pasivos del señor por medio de cambios en las tasas de cambio y su impacto sobre la inflación. Para expresarlo concretamente: si EUA alguna vez reembolsa (parcialmente) su deuda externa por medio de superávits en cuenta corriente persistentes, requeriría una fuerte depreciación del dólar que también depreciaría el valor real de la deuda de EUA (los activos del resto del mundo) por medio del incremento relacionado en el nivel de precios de EUA. Sin embargo, si EUA nunca reembolsara su deuda, parcialmente porque los países acreedores –plagados por el desempleo– no desean aceptar una disminución en el crecimiento de sus exportaciones resultante de una transferencia neta futura de bienes de EUA, entonces la transferencia neta de bienes anterior a los Estados Unidos (la contraparte de la que es su deuda) resultará que representa en efecto donaciones al “señor”.

Sistema Monetario Europeo (SME). Esto representaría un primer paso hacia un nuevo sistema monetario mundial bajo el cual, en lugar de la moneda nacional de la economía líder sirviendo simultáneamente como moneda mundial, el “numeraire” para las reservas y los flujos en la economía global sería una canasta de las principales monedas (como el ECU en la UME). A su vez, el establecimiento del euro provocaría que las tasas de cambio fueran mucho más fáciles de estabilizar dentro de zonas objetivas, gracias a que solamente habría dos tasas de cambio pendientes de estabilizar –entre el dólar, el euro y el yen. Los bienes comercializables normales, tales como las materias primas, y las reservas financieras internacionales no deberían de ser denominados en dólares, sino en una canasta de las tres monedas principales. Esto reduciría en gran parte el incentivo para realinear las tasas de cambio y si ocurriera un realineamiento, sus efectos sobre el precio y redistribución global se mitigarían.

Una terapia sistémica de este tipo puede parecer utópica hoy en día, pero las crisis financieras como las de Asia oriental o de América Latina, junto con sus consecuencias, pusieron en claro, de forma creciente, que la estructura monetaria de la economía global necesita una reestructuración a fondo. Después de todo, se estuvo cerca de crear un sistema monetario mundial estable. En las negociaciones sobre el nuevo orden monetario mundial, Keynes propuso lo siguiente en 1943-44, basado en las experiencias de la Gran Depresión (Keynes, 1980): ninguna moneda nacional debe servir como moneda mundial; en lugar de ello, se requiere de una moneda mundial genuina compuesta de una canasta de las principales monedas nacionales (el denominó a la moneda canasta el “Bancor”). Los pagos internacionales se deben tratar con tasas de cambio fijas por una “Unión de Compensación”. Los desequilibrios temporales en bienes económicos y financiamiento globales deben corregirse por medio de políticas expansionistas en los países superavitarios y no por medidas de apretarse el cinturón en los países deficitarios. De esta manera el equilibrio se puede restablecer a un nivel de actividad más alto que a uno más bajo (aún hoy, el FMI es incapaz de comprender esta lógica).

Keynes no puede llevar a cabo estos propósitos en *Bretton Woods* en 1944. El nuevo poder mundial, EUA, quiso que su propia moneda tomara el papel de la moneda mundial (como la libra esterlina lo tuvo antes). En vista de las experiencias del patrón dólar actual, y urgidos por crisis financieras adicionales, podemos tener éxito en un segundo intento de crear un sistema monetario mundial que complemente la globalización de mercados y empresas.

## Fuentes de datos

Los precios y pagos anuales del comercio mundial por grupos de bienes comercializables como se muestra en las gráficas provienen de una matriz de comercio mundial para 80 países y 4 bienes comercializables (SITC\* 0+1,2,3,5+6+7+8) desarrollado por las Naciones Unidas (deflatores de comercio). Los datos sobre cambios de los precios para petróleo crudo y bienes comercializables no petroleros presentados en el texto se basan en índices de precios publicados por el *Weltwirtschaftliches Archiv* in Hamburg (HWWA); estos índices están presentados sobre una base mensual y describen los movimientos de precios actuales en el mercado para diferentes bienes comercializables en forma más precisa que los deflatores de comercio (el deflactor para el SITC 3 comprende todos los productos energéticos, mientras que el índice de precios del petróleo del HWWA se refiere solamente al petróleo crudo).

Los datos para los cálculos de las paridades del poder de compra (gráficas 5 y 7), PIB per cápita y por trabajador y la participación de EUA en las exportaciones de bienes y servicios de la OCDE, *Economic outlook* (para los cálculos del PIB y la PPP de la década de 1950 se utilizaron datos de *Penn world tables*).

Los datos sobre la posición neta de activos de EUA (Gráfica 6) provienen del *Flow of funds account of the United States* proporcionado por la Reserva Federal.

Los datos sobre las tasas de deuda exportaciones de grupos de países, en particular para el hemisferio occidental (América Latina) se tomaron de varios números del *World economic outlook* publicado por el FMI.

Todos los otros datos (tasas de cambio, tasa de interés del eurodólar, datos de comercio y PIB para los países en desarrollo del hemisferio occidental, Asia y Africa) se tomaron de *International financial statistics* publicado por el Fondo Monetario Internacional.

## Referencias bibliográficas

- Aliber, R. Z. (1964). "The costs and benefits of the U.S. role as a reserve currency country", in *Quarterly Journal of Economics*, 79: 442-456.
- Balassa, B. (1964). "The purchasing power parity doctrine: a reappraisal", in *Journal of Political Economy*, 72 (6): 244-267.

\* SITC siglas en inglés de "Concepto del Sistema de Comercio Internacional" (N. del T.).

- Davidson, P. (1992). *International money and the real world*, Nueva York: St. Martin's Press.
- De Grauwe, P. (1996). *International money*, Oxford: Oxford University Press.
- Dornbusch, R., y J. Frankel (1987). "The flexible exchange rate system: experience and alternatives", artículo presentado en una conferencia sobre "Survival and Growth in a Polycentric World Economy" Basilea, Suiza, 14-17 de octubre, 1987.
- Frankel, J. A., y Froot, K. A. (1987). "Explaining the demand for dollars: international rates of return, and the expectations of chartists and fundamentalists" en R. Chambers y P. Paarlberg (1987), *Agriculture, macroeconomics and the exchange rate*, Boulder, CO: Westview Press.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., y Stein, J. C. (1992). "Herd on the street: informational inefficiencies in a market with short-term speculation", in *Journal of Finance*, 47: 1461-1484.
- Harvey, J. T. (1993). "Daily exchange rate variance", in *Journal of Post Keynesian Economics*, 15 (4): 515-540.
- Goldberg, M. D., y Frydman, R. (1996). "Imperfect knowledge and behavior in the foreign exchange market", in *Economic Journal*, 106: 869-893.
- Johnson, H. J. (1975). "An overview of the world crisis and international trade", in *Kredit und Kapital*, 8: 433-449.
- Jorion, P., y Sweeney, R. J. (1996). "Mean reversion in real exchange rates: evidence and implications for forecasting", in *Journal of International Money and Finance*, 15: 535-550.
- Keynes J. M. (1941-44). *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV, *Activities 1941-1944*. Londres: Macmillan, Cambridge University Press, 1980.
- Kindleberger, C. P. (1981). *International money*, Londres: Allen & Unwin.
- (1986). "International public goods without international government" Discurso Presidencial a la American Economic Association. *American Economic Review*, 76, 1-13.
- (1998). *The international economic order*, Cambridge: MIT Press.
- (1996). *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, Nueva York: John Wiley.
- Kirschen, E. S. (1974). "The american external seigniorage", in *European Economic Review*, 5: 355-378.
- Krugman, P. (1983). "Oil and the dollar" en J. Bhandari y B. Putnam (eds.), *Economic interdependence and flexible exchange rates*, Cambridge: MIT Press, pp. 179-190.
- Lothian, J. R. (1998). "Some new stylized facts of floating exchange rates", in *Journal of International Money and Finance*, 17: 29-39.

- Papell, D. H., & Theodoridis, H. (1998). "Increasing evidence of purchasing power parity over the current float", in *Journal of International Money and Finance*, 17: 41-50.
- Radelet, S., y Sachs, J. D. (1998). "The east asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-90.
- Samuelson, P. A. (1964). "Theoretical notes on trade problems", in *Review of Economics and Statistics*, 46: 145-154.
- Schulmeister, S. (1988). "Currency speculation and dollar fluctuations", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 167: 343-365.
- (1997). "Monetary union promotes growth within the EU", in *Austrian Economic Quarterly*, 2: 199-211.