

ESPECULACION CAMBIARIA Y DINERO INTERNACIONAL

PAUL DAVIDSON*

En el modelo clásico, en el que los agentes conocen el futuro con certeza perfecta o, por lo menos, pueden hacer predicciones estadísticamente confiables sin errores persistentes (o sea, agentes con expectativas racionales), las actividades de mercado especulativas pueden ser justificadas como estabilizadoras. Cuando, por otro lado, el futuro económico es incierto (no ergódico) los agentes hoy en día "saben" que no pueden predecir confiablemente los resultados futuros. Hicks (1979, p. vii) ha expresado que si los economistas deben construir modelos que reflejen el comportamiento del mundo real, luego los agentes de estos modelos deben "saber que simplemente no saben" lo que va a ocurrir en el futuro.

En el mundo incierto en el que vivimos, por lo tanto, la gente no puede confiar en datos de mercado actuales o históricos para predecir confiablemente los precios futuros (es decir, en ausencia de instituciones confiables que aseguren mercados spot ordenados, no puede haber un ancla actual confiable para los precios de mercado futuros). En un mundo como éste, las actividades especulativas pueden no sólo ser altamente desestabilizadoras en términos de precios de mercado futuros, sino que la volatilidad de los precios spot futuros pueden tener consecuencias reales costosas para la renta real global de la comunidad. En modo alguno esto ha sido más obvio que en las maquinaciones de los mercados de cambios de moneda extranjera desde el final de la era Bretton Woods- en la cual existía un sistema de tipos de cambio fijos-.

* Holly Chair of Excellence in Political Economy - University of Tennessee. Este documento fue presentado en las XI Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay, celebradas en Noviembre de 1996.

Eichgreen, Tobin y Wyplosz (en adelante ETW) (1995) han reconocido los elevados costos reales potenciales de las actividades económicas desestabilizadoras especulativas que pueden ocurrir si los gobiernos permiten los mercados de cambios flexibles sin restricciones. ETW (1995) sugieren que los mercados de cambio de moneda extranjera se han vuelto el escenario de cierto número de ataques especulativos contra las principales monedas.

Aproximadamente al mismo tiempo que el artículo de ETW aparecía impreso, estalló la crisis del peso mexicano en el invierno (del hemisferio norte) de 1994-1995 que se reflejó en los Estados Unidos como crisis del dólar USA. En los mercados financieros internacionales, donde la imagen con frecuencia es más importante que la realidad, el dólar fue arrastrado por el peso durante fines del invierno y principios de la primavera de 1995, mientras que el marco alemán y el yen japonés parecían ser los únicos refugios seguros para los administradores de fondos de cartera.

Los administradores de fondos de cartera en busca de rendimientos y "refugios seguros" pueden mover fondos de un país a otro en nanosegundos con mínimas pulsaciones en los teclados de sus computadoras. En la economía global de hoy en día, cualquier tufillo de debilidad en la moneda se transforma en una conflagración en la carretera de la información. El Presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan fue citado en *The New York Times* como habiendo manifestado que "México se transformó en la primera baja ... del nuevo sistema financiero internacional" que permite que el dinero de cartera caliente corra por todo el mundo "mucho más rápidamente". ¿Pueden las economías reales del siglo XXI hacer frente a muchas más bajas en este nuevo sistema financiero internacional?

Si los principales Bancos Centrales no despachan rápida y oportunamente recursos suficientes para intervenir eficazmente extinguiendo cualquier "incendio especulativo" sobre una moneda, la comunicación resultante es equivalente a gritar "fuego" en un teatro. El pánico consiguiente empeora la situación y los bancos centrales cuyas monedas son vistas como refugios seguros pueden perder todo interés en concertar una respuesta coordinada ante el "infierno" en aumento.

Lo que preocupa a Tobin y sus asociados es que con mercados financieros internacionales vinculados electrónicamente y una economía global interconectada, hay una fuerte posibilidad - que incluso los mayores

defensores de los mercados de capitales internacionales libres han comenzado a admitir- de que los flujos de cartera de "dinero caliente" pueden tener masivos efectos económicos reales negativos.

En este mundo real en el que vivimos, los pragmáticos como Tobin y sus asociados están arguyendo implícitamente que, debido a la posibilidad de cambios de cartera especulativa, los costos sociales de los tipos de cambio libremente flexibles van mucho más allá que los beneficios sociales. En consecuencia, hay un papel para alguna forma de intervención gubernamental en el mercado de cambio de moneda extranjera. Por el contrario, la teoría económica ortodoxa tradicionalmente argumenta en favor de los mercados de cambio sin restricciones, basado en la presunción de que los beneficios sociales de dichos mercados superan los costos sociales de la interferencia del estado. Los teóricos de las corrientes mayoritarias llegan a esta conclusión en general porque combinan el concepto de especulación con el concepto de arbitraje. Puesto que el último es siempre una fuerza estabilizadora, la ortodoxia insiste en que el primero es también siempre un factor estabilizador.

Si los costos sociales de los mercados de cambio libres superan los beneficios sociales, entonces lo que se requiere en esta economía global con mercados financieros vinculados por computadora no es un sistema de intervenciones del banco central "ad hoc" cuando (lo que Greenspan llama) el "nuevo sistema financiero internacional" empieza a quemar la economía real. Lo necesario es construir en el sistema internacional normas permanentes a prueba de fuego y estructuras que impidan los incendios de moneda inducidos por las imágenes. El principal objetivo de largo plazo debe ser la prevención de la crisis y no tanto los rescates de la crisis. Si las naciones desarrolladas no se unen en un sistema de prevención de incendios de monedas, todas estarán separadas en un "replay" de la crisis del mercado financiero internacional de La Gran Depresión.

Las personas razonables no piensan que es una violación de las libertades civiles prohibir a la gente abordar un avión con un rifle. Además, nadie pensaría que estamos infringiendo los derechos individuales si la sociedad prohíbe a alguien ingresar en un cine con una bomba Molotov en una mano y fósforos en la otra -incluso si la persona expresa que no tiene intenciones de incendiar el teatro. Sin embargo, en nombre de los mercados libres, los administradores de fondos pueden imaginar una bomba Molotov que estalla y luego gritar "fuego" en los tumultuosos mercados financieros

internacionales en cualquier momento en que una "imagen" de un posible incendio redituable los inspire.

Hace cincuenta años, Keynes reconocía que los mejores economistas y los más brillantes están apenas empezando a reconocer hoy en día, en especial que "no hay un país que pueda ... con seguridad permitir la fuga de fondos (dinero caliente) .. Del mismo modo no hay ningún país que pueda recibir con seguridad ... estos fondos (de cartera) que no pueden ser usados con seguridad para inversiones fijas" (Keynes, 1980, pág. 25).

Tobin ha tomado este tema keynesiano y argumentó en favor de la prevención de incendios en la forma de "arena en las ruedas de los mercados de cambios extranjeros", es decir, fijar un impuesto sobre el movimiento de fondos de una moneda a otra. (Esto es equivalente a poner impuestos y no prohibir la entrada al espectador de cine con la bomba Molotov). ETW también han explorado la posibilidad de imponer depósitos libres de intereses obligatorios u otros requerimientos de capital (por lo tanto creando un impuesto relacionado con el "costo de oportunidad") para "desestimular la ida y vuelta de fondos, pero no la inversión de largo plazo" (Greenway, 1995, pág. 160).

Una discusión publicada entre ETW (1995), Garber y Taylor (1995) y Kennen (1995) no se centró en la justificación económica en términos de un impuesto de Tobin (u otra forma de intervención gubernamental). Más bien, Garber y Taylor plantearon el tema de la factibilidad institucional de un impuesto a las transacciones con moneda extranjera, mientras que Kennen se concentró específicamente en los controles del capital y en por qué percibe la imposibilidad de dichos controles en este momento. Se ofreció una argumentación escasa para la justificación teórica de los controles.

Keynes, por otro lado, quien distinguió el motivo especulativo para la preferencia de liquidez de la demanda de eficiencia marginal para la inversión real, analizó este problema con cierto detalle en la década de los años 40 y concluyó, tal como sugiere la cita mencionada, que sería necesario un sistema de prohibición directa de los flujos internacionales de dinero caliente. Con la ayuda de la fórmula desarrollada más adelante, es fácil ver por qué Keynes llegó a esta conclusión.

I. EL IMPUESTO DE TOBIN, LA INCERTIDUMBRE Y LOS FLUJOS ESPECULATIVOS

Para que cualquier activo sea considerado como una reserva líquida de valor a lo largo del tiempo, ese activo debe ser revendible fácilmente en un mercado spot bien organizado y ordenado. La institución del "hacedor de mercado" es una condición necesaria para la existencia de mercados spot bien organizados y ordenados (Davidson, 1972, pág. 64-7). Puesto que el precio de mercado spot de todo activo líquido en un mercado tal puede cambiar a lo largo del tiempo, los ahorristas que estén reservando derechos sobre recursos debe contemplar la posibilidad de una apreciación o una depreciación en el precio de mercado spot del activo en una fecha futura cuando el tenedor desee liquidar sus tenencias. Esta ganancia o pérdida potencial del capital se obtiene substrayendo el precio spot de hoy ($p_s^{t_0}$) del precio spot esperado en una fecha futura ($p_s^{t_1}$) cuando el activo se revenda. Si $(p_s^{t_1} - p_s^{t_0}) > 0$, se espera una ganancia de capital a partir de tener el activo hasta t_1 ; si $(p_s^{t_1} - p_s^{t_0}) < 0$, se espera una pérdida de capital.

La compensación de la pérdida posible de capital a partir de la elección de todo activo líquido es la ganancia futura (q) que puede obtenerse de tener el activo durante un período de tiempo, neto de considerar los costos (c) de tener este activo. Tanto q como c tienden a aumentar con el tiempo durante el cual se tiene el activo. Hay también costos de transacción (T_s) derivados tanto de comprar como de revender un activo líquido. Estos costos de transacción son generalmente independientes del intervalo de tiempo durante el cual se tiene el activo líquido. Estos costos de transacciones, no obstante, aumentan normalmente a una tasa decreciente a medida que aumenta el valor del activo.

Si un pasivo imprevisto venciera en un futuro inmediato, los costos de transacción derivado de tomar una posición y luego liquidarla puede compensar fácilmente todo flujo de renta neta ($q-c$) recibida de tener el activo durante un período tan corto donde la ganancia (o la pérdida) de capital puede ser insignificante. Es normal, por lo tanto, preferir tener cierto ahorro en la forma de dinero en la cual las obligaciones contractuales de corto plazo se vencerán para cubrir obligaciones planificadas y algunas posibles imprevistas (Hicks, 1967).

Cuanto más incierto parezca el futuro, más pasivos imprevistos podrán vencer. Más deseable será, por lo tanto, minimizar los costos de

transacción acumulando ahorros en forma de dinero u otros activos seguros de corto plazo denominados en términos de la moneda de liquidación contractual. Esto alivia nuestros temores de llegar a la iliquidez si algo impredecible ocurre durante el período. ¹

Los ahorristas encuentran que una pérdida de capital es repugnante, pero que el atractivo de las ganancias de capital es seductor. Supongamos que q es la renta futura esperada que se habrá de recibir por tener un título-valor financiero a lo largo de determinado período, y c los costos de mantenimiento donde tanto q como c están denominados en términos de la moneda específica del emisor del activo financiero. Hagamos que las monedas extranjeras y las acciones y los bonos denominados en monedas extranjeras estén incluidos en la elección de activos que se habrán de tener en una cartera cualquiera.

Si, para un activo líquido específico, el gerente de cartera espera

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (Ts) > 0, \quad (1)$$

luego, el administrador es un "alcista". Si espera que

$$(q - c) + (p_s^{t1} - p_s^{t0}) - (Ts) < 0, \quad (2)$$

luego, el administrador del fondo es un "bajista". En el caso más simple, por ejemplo, si $(q - c)$ menos Ts es igual a cero, entonces si

$$[p_s^{t1} / p_s^{t0}] > 1, \quad (3)$$

luego, la persona es un "alcista", mientras que si

$$[p_s^{t1} / p_s^{t0}] < 1 \quad (4)$$

luego, la persona es un "bajista".

Si uno tiene su propia moneda nacional, no hay renta futura neta $[(q - c) = 0]$, ni ganancia ni pérdida de capital $[p_s^{t1} - p_s^{t0} = 0]$, ni costos de transacciones $[Ts = 0]$.

En un sistema de tipo de cambio flexible, los administradores de fondos estimarán la renta futura esperada más la ganancia o la pérdida de capital sobre todos los títulos valores nacionales y extranjeros. Para hacer más fácil la exposición, al analizar las decisiones de cartera en un contexto de economía abierta multinacional, incluyamos las ganancias y las pérdidas esperadas del administrador del fondo para cada título valor (en términos de la moneda en la cual el valor está denominado) en la magnitud de $(q - c)$. En consecuencia, el término $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$ puede reservarse para el efecto *ceteris paribus* de un cambio esperado en el tipo de cambio spot. Así pues, además de las ganancias (o las pérdidas) de capital esperadas y de todos los costos de transacciones (T_s) asociados con la compra y la venta de un activo líquido incluyendo el costo habitual de convertir monedas, los cambios esperados en el tipo de cambio deben también ser factoreados en la decisión en cuanto a cuáles activos líquidos internacionales tener.

Obviamente, el administrador de cartera elegirá mover su dinero hacia esos activos que se espera rindan los valores más elevados como en la desigualdad (1) y vender los activos que tienen rendimientos con una perspectiva negativa como en la desigualdad (2).

En la teoría económica ortodoxa, cuando las tasas de interés se igualan, si activos financieros similares denominados en diferentes monedas son sustitutos perfectos, luego el término $(q - c)$ para estos valores se presume igual dado el estado de expectativa acerca de los tipos de cambio futuros frente a la tasa de hoy en día. En estas circunstancias estilizadas, los flujos de dinero caliente especulativo internacional se darán siempre que haya, *ceteris paribus*, un cambio repentino en el sentimiento respecto del valor esperado del tipo de cambio spot futuro en relación con el tipo actual, es decir, cambia la evaluación de los administradores de cartera del término $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$.

Si uno o más administradores de cartera que controlan sumas de cartera significativas súbitamente cambian sus expectativas en relación con los tipos de cambio futuros, puede haber un movimiento masivo en los fondos de un país a otro. Una vez que ocurre un flujo internacional significativo de fondos, esto puede estimular a otros administradores de fondos a cambiar sus expectativas de $(p_s^{t1} - p_s^{t0})$ hasta que ocurre que:

- (1) las reservas extranjeras del banco central de la nación que sufre la salida de dinero caliente se encuentren prácticamente agotadas. ²

Entonces la nación no puede mantener un mercado de tipo de cambio ordenado. En consecuencia, los administradores de fondos que llegan tarde no pueden convertir rápidamente sus tenencias en activos extranjeros

- (2) el país del cual se están drenando las reservas aumenta su tasa de interés (es decir, el término $q-c$) suficientemente para compensar la ganancia de capital potencial esperada ($p_s^{t1} - p_s^{t0}$)
- (3) los bancos centrales intervienen deliberadamente en el mercado de cambios en un intento de cambiar las expectativas del sector privado en relación con ($p_s^{t1} - p_s^{t0}$)
- (4) alguna forma de impuesto se agrega para aumentar el valor del término T_s para compensar el aumento esperado en las ganancias de capital, derivado de un cambio en el tipo de cambio,
- (5) se introduce con éxito alguna forma de prohibición categórica de los flujos de cartera de dinero caliente.

El impuesto de Tobin está previsto en (4) donde los gobiernos usan los impuestos en un intento por detener los flujos especulativos de dinero caliente. La creencia detrás del impuesto de Tobin es que agregar un impuesto marginal aumentará los costos sociales hasta que coincidan con los beneficios sociales, de modo que las decisiones privadas se transformarán en socialmente óptimas. Usando las relaciones de las ecuaciones mencionadas, no obstante, puede demostrarse que la magnitud sugerida habitual de un "impuesto de Tobin" o de otro impuesto similar relacionado al "costo de oportunidad", solamente aumentará marginalmente el costo de especulación. En consecuencia, un impuesto de Tobin detendrá la especulación en movimientos relativamente pequeños en el tipo de cambio (independientes del horizonte temporal del administrador de fondo) mientras que tendrá un impacto significativamente mayor en la contención del comercio internacional real. En otras palabras, el impuesto de Tobin no es capaz de solucionar el problema cuando los flujos de cartera especulativos se vuelven muy significativos, mientras que simultáneamente induce costos privados grandes y permanentes (por encima de los costos sociales) sobre los flujos del comercio internacional de bienes y servicios.

El "impuesto de medio por ciento" usado por ETW [1995, pág. 164] como una ilustración es igual al 1% de una transacción de ida y vuelta. Así pues la relación para determinar cuán alcista (o bajista) se es, requiere de la evaluación de los siguientes términos:

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (x)(p_s^u + p_s^{t0}) - T_s$$

donde (x) es igual a la magnitud de la tasa de impuesto de Tobin.

$$\text{Si } (q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (x)(p_s^u + p_s^{t0}) - T_s > 0 \quad (5)$$

la persona es un alcista, mientras que si

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (x)(p_s^u + p_s^{t0}) - T_s < 0 \quad (6)$$

el administrador de cartera es bajista. Cuando

$$(q - c) + (p_s^u - p_s^{t0}) - (x)(p_s^u + p_s^{t0}) - T_s = 0 \quad (7)$$

el agente no es ni alcista ni bajista y no se embarcará en actividades especulativas.

Las ecuaciones (5)-(7) demuestran que, dados los valores de $(q - c)$ y T_s , el impuesto de Tobin simplemente aumenta levemente el diferencial entre el precio spot futuro esperado y el precio spot actual antes de que se induzcan respuestas alcistas o bajistas especulativas.

Si suponemos el caso más simple en que $(q - c) = T_s$, luego si

$$[p_s^u / p_s^{t0}] > [1 + x / 1-x] \quad (8)$$

la persona es alcista, mientras que no se inducirán flujos especulativos alcistas incluso si el p_s^u esperado fuera mayor que el p_s^{t0} , hasta el punto en el que

$$[p_s^u / p_s^{t0}] = [1 + x / 1-x] \quad (9)$$

Entonces, por ejemplo, si la magnitud del impuesto de Tobin es de 0,5%, el precio spot futuro esperado debe ser por lo menos 1,1% más

elevado que el tipo de cambio spot corriente ³ para hacer que el agente esté dispuesto a especular en una moneda extranjera cualquiera.

En la medida en que se espera que el precio spot cambie, *ceteris paribus*, en mucho más que un 1,1% durante un período cualquiera en el que hay un 0,5% de impuesto de Tobin, los flujos especulativos todavía tienen una compensación positiva significativa. En consecuencia, todo impuesto de Tobin inferior al 100% de la ganancia de capital esperada (de ida y vuelta) es poco probable que detenga el ir de un lado a otro el dinero caliente.

Siempre que hay una corrida especulativa en una moneda, se esperan cambios sensacionales en la moneda. Por ejemplo, el peso mexicano cayó en aproximadamente un 60% en el invierno de 1994-95. Un impuesto de Tobin de más del 23% habría sido necesario para detener el aumento especulativo que creó la crisis del peso. En el mejor de los casos, el impuesto de Tobin podría enlentecer la fiebre especulativa cuando se esperan cambios pequeños en el tipo de cambio.

Los granos de arena de un impuesto de Tobin podrían ser la paja que rompe la espalda especulativa de administradores de cartera muy pequeños, puesto que los costos normales de transacción (T_s) de operaciones extranjeras son esencialmente regresivos. Un impuesto proporcional adicional (de Tobin) además de un gran costo regresivo de las transacciones podría mantener a más especuladores pequeños fuera del mercado. Para movimientos de sumas más grandes, sin embargo, los costos normales de transacciones rápidamente se encogen hasta una proporción insignificante de la transacción total. En los mercados financieros alocados de hoy en día, las personas que tienen incluso carteras pequeñas pueden unirse a los fondos mutuos que pueden especular con monedas extranjeras; por lo tanto, un impuesto de Tobin raramente limitará incluso a los inversores pequeños - que pueden siempre unirse a un fondo mutuo grande para reducir suficientemente el impacto de los costos totales de transacciones para reducir el impuesto de Tobin restante hasta una relativa insignificancia siempre que la fiebre especulativa está elevada.

Finalmente, hay una norma esencial que sugiere que en el sistema de tipo de cambio flexible de hoy en día, hay cinco transacciones comerciales de salvaguardia normales en cada comercialización de bienes finales reales en comparación con las dos para cada flujo especulativo en finanzas inter-

nacionales. Si este ratio está cerca de ser correcto, luego un impuesto de Tobin del 0,5% podría implicar gravar con hasta un 2,5% de impuestos las transacciones de flujos de comercio real normales, en comparación con un 1% de impuesto especulativo de ida y vuelta. Parecería entonces que un impuesto de Tobin a las transacciones podría lanzar granos de arena más grandes en las ruedas del comercio internacional real que las que lanza en los flujos de dinero caliente especulativos. Un impuesto de Tobin del 0,5% podría ser equivalente a instituir un arancel universal del 2,5% sobre todos los bienes y servicios comercializados en la economía global.⁴

Por lo tanto, independientemente de las cuestiones de la factibilidad política y económica de instituir un impuesto de Tobin omnipresente, las propuestas de aumentar los costos marginales de las transacciones en moneda extranjera ya sea por un impuesto de Tobin o por un impuesto sobre el costo de oportunidad, pequeño, factible, sobre el capital, tal vez no impidan los arrebatos que alimentan la especulación y llevan a ataques sobre las principales monedas y las monedas asociadas a éstas, a la vez que pueden infligir un daño mayor sobre el comercio internacional en bienes y servicios.

Son estas consideraciones las que llevaron a Keynes a sugerir una prohibición categórica de todos los flujos de cartera internacionales significativos por medio de la creación de un banco central supranacional y su plan "bancor". En esta etapa de desarrollo económico e integración económica global, no obstante, un banco central supranacional no es políticamente factible. En consecuencia, a lo que debe apuntarse es a una meta más modesta de obtener un acuerdo internacional entre las naciones del Grupo de los 7. Para ser económicamente eficaz y políticamente factible, este acuerdo, a la vez que incorpore los principios económicos que Keynes fijó en su plan "bancor" no debe exigir que ninguna nación renuncie al control de los sistemas bancarios locales y a las políticas fiscales. Keynes introdujo un método ingeniosos de prohibición directa de los flujos de dinero caliente con su sistema "bancor" con tipos de cambio fijos (pero ajustables) y un mecanismo disparador para aumentar la carga de resolver los déficits de cuenta corriente en las naciones excedentarias. Es posible que la propuesta de la prohibición de Keynes, actualizada, satisfaga las circunstancias del siglo XXI. En la próxima sección, se propondrá dicho sistema. Además, este sistema será del mayor interés de todas las naciones puesto que hará más fácil lograr empleo pleno global sin el peligro de importar presiones inflacionarias de los socios comerciales.

No hay espacio suficiente en este documento para debatir todas las propuestas alternativas posibles para la prevención de incendios de la especulación con monedas. En lugar de ello, espero elevar la conciencia pública hacia los tremendos beneficios reales potenciales que se pueden devengar de establecer instituciones de prevención de incendios en la especulación con monedas y no simplemente confiar en la intervención en los mercados de cambios para luchar contra incendios como el sugerido Fondo de Emergencia, financiado por aportes de las naciones del Grupo de los 7 y administrado por el FMI, o una política de *laissez-faire* en los mercados de capitales internacionales que pueden producir incendios de monedas que quemarían las economías reales del mundo libre. Debemos reconocer la posibilidad muy real de que pueda no haber puerto seguro cuando se ataca a una moneda de las principales.

II. LA EDAD DE ORO DEL DESARROLLO ECONOMICO

Los años de Bretton Woods fueron una etapa de prosperidad económica global que no fue superada. La economista Irma Adelman de la Universidad de California ha caracterizado el período de Bretton Woods como una "Edad de Oro del Desarrollo Económico ... una era de crecimiento económico sostenido sin precedentes en los países tanto desarrollados como en desarrollo". La Tabla 1 proporciona las pruebas estadísticas que Adelman usó para llegar a su conclusión acerca de la edad económica de oro.

TABLA 1.
PBI REAL (TASA DE CRECIMIENTO ANUALIZADA)

<u>AÑOS</u>	<u>PBI PER CAPITA REAL</u> <u>NACIONES DE LA OCDE</u>		
1700-1820	0,2%		
1820-1940	1,2%		
1919-1940	1,9%		
1950-1973	4,9%		
1973-1981	1,3%		
	<u>PRINCIPALES NACIONES</u> <u>INDUSTRIALIZADAS</u>	<u>NUEVAS NACIONES</u> <u>INDUSTRIALIZADAS</u>	<u>NACIONES EN</u> <u>DESARROLLO</u>
1973-1990	2,5%	3,5%	-0,1%
	<u>PBI REAL TOTAL</u>		
	<u>NACIONES DE LA OCDE</u>	<u>NACIONES EN DESARROLLO</u>	
1950-1973	5,9%	5,5%	
	<u>PBI REAL PER CAPITA</u>		
	<u>NACIONES DE LA OCDE</u>	<u>NACIONES EN DESARROLLO</u>	
1950-1973	4,9%	3,3%	

Aunque no poseemos estadísticas confiables sobre el PBI per cápita antes de 1700, es probablemente verdad que desde los tiempos bíblicos hasta el Renacimiento, el nivel de vida promedio en el mundo mostró poca mejoría de año a año o incluso de generación en generación. La mejoría en los niveles económicos de vida globales comenzó con el desarrollo del capitalismo mercantil durante el período del Renacimiento en Europa. Entre 1700 y 1820, (ver Tabla 1), la porción per cápita de la torta económica estaba aumentando a una tasa anual promedio del 0,2%. Es así que si la persona promedio vivía aproximadamente 45 años, el nivel de vida de la persona aumentaba menos del 10% desde el momento del nacimiento hasta la muerte.

Los niveles de vida comenzaron a aumentar sustancialmente a comienzos del siglo XIX. El período de la revolución industrial fue verdaderamente revolucionario. Durante los años 1820-1913, los niveles de vida anuales mejoraron diez veces más rápido que el siglo anterior a medida que la tasa de crecimiento anual del 1,2% se componía año tras año. El aumento promedio en la productividad de la mano de obra fue casi 7 veces supe-

rior que durante los 100 años anteriores. La renta per cápita de las naciones avanzadas del mundo pasó a más del triple en menos de 100 años. No llama la atención que este período se ilustra con frecuencia en la literatura occidental como la era del crecimiento del hombre común.

Durante este período 1820-1913, el volumen de las exportaciones mundiales creció treinta veces pues se creó un sistema económico y financiero global con un tipo de cambio fijo bajo la norma de la libra de oro. La tasa de crecimiento durante la Era del Oro de Bretton Woods, no obstante, fue casi el doble de la tasa de crecimiento anual anterior máxima de las naciones en vías de industrialización durante la Revolución Industrial (desde 1820 a 1913). El crecimiento anual de la productividad de la mano de obra entre 1950 y 1973 fue más del triple que durante la Revolución Industrial. Asimismo, entre 1950 y 1973, el PBI per cápita real en las naciones desarrolladas (o de la OCDE) creció 2,6 veces más rápido que entre las guerras.

La prosperidad resultante del mundo desarrollado fue transmitida a las naciones menos desarrolladas por medio del comercio mundial, la ayuda y la inversión extranjeras directas. Desde 1950-1973, el crecimiento anual en el PBI per cápita para todas las naciones en desarrollo fue del 3,3% casi el triple del crecimiento experimentado por las naciones en vías de industrialización durante la Revolución Industrial. La torta total del PBI de los países menos desarrollados aumentó a casi la misma tasa que la de las naciones desarrolladas, 5,5% y 5,9% respectivamente, pero el crecimiento más alto de la población de las naciones menos desarrolladas provocó un crecimiento más bajo de la renta per cápita.

En comparación, el registro económico de los sistemas de tasa flexible entre las guerras mundiales y desde 1973 es sombrío. La tasa de crecimiento de las principales naciones desarrolladas desde 1973 es aproximadamente la mitad de la que era durante Bretton Woods, no mucho mejor que la experiencia del siglo XIX y comienzos del siglo XX. Asimismo, las naciones de la OCDE han sufrido a través de tasas persistentemente más altas de desempleo y, especialmente durante la década de los 70, ataques recurrentes de inflación. El contraste para las naciones menos desarrolladas desde 1973 llama incluso más la atención con una renta per cápita real anual en descenso. Los mejores desempeños desde 1973 han ocurrido en las naciones de reciente desarrollo en la costa del Pacífico, pero incluso con su "milagro económico", las mejorías per cápita son significativamente más

bajas que las experimentadas por las naciones industrializadas entre 1950 y 1973.

Finalmente, debe hacerse notar que durante el período de Bretton Woods había un mejor registro general en la estabilidad del nivel de los precios que durante los períodos posteriores a 1973 o entre las guerras, o incluso bajo la norma de oro internacional.

III. LA LECCION QUE DEBERIA HABERSE APRENDIDO

¿Qué podemos concluir a partir de estos hechos? Primero, los sistemas de tipo de cambio fijo están vinculados con un mejor desempeño económico global que los sistemas flexibles. Segundo, durante el período posguerra y hasta 1973, el desempeño económico global no fue ni más ni menos que espectacular. Superó el desempeño notable de la revolución industrial y el sistema de tipo de cambio fijo de la norma oro. Esta experiencia sin parangón de la "era del oro" exigió combinar un sistema de tipo de cambio fijo con otro principio civilizador, en concreto que las naciones acreedoras aceptaran una porción importante de la responsabilidad en la solución de los persistentes desequilibrios en los pagos internacionales que se pudieran desarrollar. Tercero, el período de Bretton Woods fue una etapa económica particularmente libre de crisis.

Desde el derrumbamiento de Bretton Woods, por otro lado, la economía global ha tropezado con una crisis económica global tras otra. El crecimiento económico en todo el mundo se ha enlentecido significativamente, mientras que la población global creciente amenaza reducir los niveles de vida. El número de bocas que hay que alimentar está amenazando con aumentar a un ritmo más rápido que el PBI global. La economía se ha transformado nuevamente en una ciencia sombría con sus trasfondos maltusianos.

En lugar de traer los beneficios utópicos prometidos por la economía conservadora, el sistema posterior a Bretton Woods ha generado una crisis monetaria internacional creciente. Ya en 1986, la columnista del New York Times Flora Lewis anotaba que el gobierno y los dirigentes del sector empresarial reconocían que "los temas del comercio, la deuda, y los tipos de cambio de moneda estaban entrelazados". Lewis advertía que el mundo está en un curso que lleva a una calamidad económica, sin embargo "nadie quiere hablar fuerte y ser acusado de instalar el pánico ... el juicio más sobrio es que lo mejor que puede hacerse ahora es conseguir más tiempo

para que los ajustes puedan atajar una quiebra ... los decisores no van a tomar medidas sensatas hasta que se vean forzados por una crisis".

El sistema actual de pagos internacionales no sirve bien a la economía global emergente. The Financial Times de Londres y The Economist, que solían ser ambos fuertes defensores del sistema de tasa flotante de hoy en día, han reconocido que este sistema es un fracaso y fue vendido al público y a los políticos con una publicidad de argumentos falsos.⁵ No obstante, ningún líder está reclamando una reforma completa de un sistema que es mucho peor que el que abandonamos en 1973. Nadie tiene el coraje de hablar en voz alta en los foros públicos y sugerir que la filosofía conservadora que ha regido nuestros asuntos económicos en las últimas décadas es una fórmula para el desastre económico.

IV. LA RESPONSABILIDAD EN LA RESOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS DEL COMERCIO INTERNACIONAL EN UNA COMUNIDAD CIVIL GLOBAL: EL EJEMPLO DEL PLAN MARSHALL

Durante la Segunda Guerra Mundial, fue devastada la capacidad productiva de Europa. Inmediatamente después de la guerra, los europeos necesitaron grandes cantidades de importaciones para alimentarse y para reconstruir sus fábricas y ciudades. Durante 1946 y 1947, las naciones europeas agotaron casi todos sus ahorros previos a la guerra (sus reservas extranjeras) para pagar importaciones de los Estados Unidos, la única nación que tenía una capacidad productiva disponible.

Con cualquier sistema monetario internacional conservador convencional, una vez sus reservas agotadas, los europeos tendrían que aceptar la carga del ajuste, "ajustarse el cinturón", es decir reducir la demanda de importaciones a lo que indicara el monto insignificante que podían ganar de sus exportaciones o pedir prestado dólares para pagar las importaciones. El "Catch 22" de estas alternativas era que:

- (1) Los europeos no podían producir lo suficiente para alimentar a su población. Decirle a una persona que se está muriendo de hambre que se ajuste el cinturón no solamente es una sugerencia incivilizada, sino que impone una condición imposible. Si se hubiera asumido el necesario "ajuste de cinturones", el resultado habría sido deprimir aun más el nivel de vida desolado por la guerra de los europeos

occidentales. Esto habría inducido a las revoluciones políticas en Europa, para no mencionar la recesión en las industrias de exportación de América del Norte.

- (2) Durante la Gran Depresión, las ganancias europeas por las exportaciones eran tan bajas que dejaron de cumplir con la mayoría de sus deudas internacionales. Dada esta experiencia y el hecho de que sus industrias de pos-guerra eran un desquicio y no podían producir lo suficiente en exportaciones para atender el servicio de su deuda, los bancos norteamericanos no otorgarían los préstamos masivos que necesitaban los europeos. Era también obvio que todo préstamo directo del gobierno de los Estados Unidos no podría repagarse.

Como estrategia civilizada para evitar el caos político y económico que habría probablemente ocurrido en Europa, los Estados Unidos ofrecieron pagar los déficits potenciales en el comercio europeo (de las importaciones sobre las exportaciones) según fuera necesario para reconstruir Europa por medio del Plan Marshall y otros programas de ayuda. En esencia, el Plan Marshall permitía a los extranjeros comprar exportaciones de los Estados Unidos sin gastar sus últimos centavos de ahorros en reservas de divisas o sin endeudarse de tal forma que no pudieran repagar en el futuro previsible. Por medio del Plan Marshall y otros programas de ayuda, los Estados Unidos estaban demostrando una actitud civilizada frente a la totalidad de la comunidad global.⁶

Si los Estados Unidos hubieran dejado a las naciones deficitarias que se ajustaran al vasto y amenazante desequilibrio comercial reduciendo las importaciones, [a] el nivel de vida de los residentes europeos y asiáticos habría sido sustancialmente más bajo y [b] los Estados Unidos habrían caído en una gran recesión puesto que habría habido una demanda internacional demasiado pequeña para los productos de su capacidad industrial excedentaria.

El Plan Marshall y los programas de ayuda militar y económica extranjera de gran escala entregaron a los extranjeros grandes sumas de dólares estadounidenses como donación, de modo que pudieran comprar productos norteamericanos. El resultado fue que:

- [1] Se acumularon grandes beneficios para los extranjeros y para los ciudadanos de los Estados Unidos. Los extranjeros usaron estas do-

naciones para comprar los productos norteamericanos necesarios para reconstruir sus economías y para alimentar a sus gentes. Los norteamericanos obtuvieron más trabajos y obtuvieron más renta a través de exportaciones a estados extranjeros; y

- [2] por su generosidad, los Estados Unidos revigorizaron, enriquecieron y fortalecieron a la comunidad internacional con enorme ganancia económica de todas las naciones fuera de la Cortina de Hierro.

El Plan Marshall dio un total de US\$ 13.000 millones en cuatro años. (En dólares de 1994, esto es equivalente a US\$ 139.000 millones). Este "regalo" representó el 2% anual del PBI de los Estados Unidos. No obstante, los consumidores norteamericanos no experimentaron molestias reales. Durante el primer año del Plan Marshall, el PBI per cápita real era un 25% mayor que en 1950 (el último año de paz). El empleo y el PBI per cápita crecieron continuamente entre 1947 y 1957 puesto que estos fondos de ayuda extranjera financiaron una demanda adicional de exportaciones norteamericanas. Eran éstas, exportaciones que se producían empleando lo que de otra manera habrían sido trabajadores norteamericanos ociosos y las fábricas creaban empleos y rentas para millones de norteamericanos. Por primera vez en su historia, los Estados Unidos no sufrían una aguda recesión inmediatamente luego del cese de una gran guerra.

El mundo libre entero experimentaba un "almuerzo gratis" económico, puesto que tanto las naciones deudoras como las acreedoras ganaban de este "regalo" de los Estados Unidos. El sistema de Bretton Woods junto con el Plan Marshall, donde los Estados Unidos tomaron medidas deliberadas para impedir que otros agotaran sus reservas de divisas y se sobreendeudaran internacionalmente dio como resultado una era de oro de desarrollo económico global.

Para 1958, no obstante, el posicionamiento internacional de los Estados Unidos que le permitía exportar más que lo que importaba estaba llegando a su fin. Las concesiones de ayuda extranjera superaban el excedente comercial de los Estados Unidos proveniente de la demanda de exportaciones de los Estados Unidos por encima de sus exportaciones. Desafortunadamente, el sistema de Bretton Woods no tenía un mecanismo que permitiera estimular automáticamente a las naciones con un excedente comercial emergente (acreedoras) a asumir el papel de ajuste civilizador que los Estados Unidos habían estado desempeñando desde 1947. En su lugar, estas

naciones acreedoras convertían una porción de las ganancias de las exportaciones anuales en dólares en derechos sobre las reservas de oro de los Estados Unidos. Sólo en 1958, los Estados Unidos perdieron más de US\$ 2.000 millones de sus reservas de oro. En la década de 1960, el aumento de las respuestas en ayuda militar y financiera el Muro de Berlín y a Vietnam aceleraron esta tendencia.

Las semillas de la destrucción del sistema de Bretton Woods fueron sembradas y la edad de oro del desarrollo económico global finalizó a medida que las naciones con comercio excedentario extraían constantemente las reservas de oro de los Estados Unidos. Cuando los Estados Unidos cerraron la ventana del oro en 1971 para evitar la continuidad de la reducción de sus reservas extranjeras y luego en 1973 se retiraron unilateralmente de Bretton Woods, se perdió el último vestigio de un enfoque monetario internacional potencialmente iluminado -aparentemente sin que se lamentara ni se considerara qué bien había servido a la economía global.

COMPARACION DEL PLAN MARSHALL CON EL TRATADO DE VERSALLES

Este episodio histórico civilizado que mejora una comunidad civil internacional de pos-guerra puede compararse con la política de barbarie y el consiguiente sistema internacional fragmentado que siguieron a la Primera Guerra Mundial. De acuerdo con el Tratado de Versalles de 1919, los Aliados victoriosos impusieron un pago muy exigente a las naciones vencidas. Se impusieron reparaciones masivas a Alemania puesto que los Aliados Europeos intentaban obtener compensación por los costos de la guerra que habían sufrido.

En su libro "Consecuencias Económicas de la Paz", John Maynard Keynes denunció la política incivilizada de imponer reparaciones a estas naciones devastadas por la guerra. Tal vez las naciones europeas victoriosas cuyos ciudadanos habían sufrido a través de años de guerra no podían ser culpadas por desconfiar de los argumentos económicos civilizados de Keynes o los ideales políticos del Presidente Woodrow Wilson. Los males de hacer la guerra pueden haber erosionado los valores civilizados de los Aliados Europeos hasta el punto en el que se sentían obligados a demandar una retribución financiera descomunal.

El resultado de esta barbarie de los Aliados puede haber satisfecho en principio la pasión por la venganza inspirada por la guerra que lleva a humillar al anterior enemigo. Pero este tratamiento de bárbaros hace nacer más barbarie y los males impuestos por el opresor conforman los valores del oprimido. Aunque la responsabilidad primaria por la Alemania Nazi no corresponde a las políticas económicas de los británicos y los franceses después de la Guerra, en la medida en que ayudaron a moldear los valores de la sociedad alemana en las décadas del 20 y del 30, los duros términos impuestos por los Aliados para la paz sí tuvieron un papel significativo en el resultado que se produjo en Europa en las décadas del 30 y del 40.

Los Estados Unidos fue la única nación victoriosa que persiguió una política civilizada de no reclamar reparaciones. Los Estados Unidos desarrollaron un plan de préstamos (el Plan Dawes) para ayudar a los alemanes a cumplir con los reclamos de los Aliados. A diferencia de otros Aliados victoriosos, los Estados Unidos gozaban de un auge económico en la década de los años 20 puesto que los Aliados compraban mercaderías norteamericanas con estos dólares del plan Dawes. Los victoriosos europeos, incluso con el impulso de las compensaciones impuestas por la guerra, pasaban por situaciones económicas mucho más duras.

V. REFORMA DEL DINERO MUNDIAL

Hace cincuenta años, Keynes (1980, pág. 168) ofreció una descripción clara de lo que es necesario cuando escribió:

"Necesitamos un instrumento de moneda internacional que tenga una aceptabilidad general entre las naciones ... Necesitamos un método ordenado y acordado para determinar los valores del cambio relativos de las unidades de monedas nacionales ... Necesitamos un cuántum de moneda internacional ... [que] se rija por las necesidades reales de [iliquidez] de la moneda del comercio mundial y sea capaz de una expansión deliberada Necesitamos un método por el cual los saldos del crédito excedentario que surjan del comercio internacional que el receptor no desea emplear, puedan ponerse a trabajar ... sin detrimento de la liquidez de estos saldos".

Lo que se necesita es una institución de compensación, con una teneduría de libros de doble entrada cerrada, para llevar el registro de los pagos entre las diversas regiones de comercialización, más algunas normas convenidas mutuamente para crear y provocar el reflujo de la liquidez a la vez que se mantiene el poder adquisitivo de la moneda internacional. Las ocho disposiciones del sistema de compensación sugeridos en este capítulo cumplen con los criterios propuestos por Keynes. Las reglas de este sistema Pos-Keynesiano propuesto, tienen la finalidad de [1] impedir una falta de demanda efectiva global¹ debida a que alguna nación (o algunas naciones) tengan reservas ociosas excesivas o estén agotando las reservas del sistema [2] ofrecer un mecanismo automático para colocar un peso importante de los ajustes de los pagos en las naciones excedentarias, [3] proporcionar a cada nación la capacidad para controlar, y si lo desea, poner obstáculos considerables en el movimiento de fondos de cartera internacionales para controlar los movimientos de capital en fuga² y finalmente [4] ampliar la cantidad del activo líquido del rescate internacional último como certificados de opciones de capacidad global.

Algunos elementos de este sistema de compensación incluirían:

1. La unidad de cuenta y activo de reserva último para la liquidez internacional es la Unidad de Compensación de Dinero Internacional (IMCU). Todos los IMCU están en manos únicamente de los bancos centrales, no del público.
2. El banco central de cada nación o de cada UMS está comprometido a garantizar la convertibilidad en un sentido de los depósitos de IMCU en la unión de compensación de su dinero nacional. Cada banco central establecerá sus propias normas en relación con poner a disposición moneda extranjera (por medio de transacciones de compensación de IMCU) a sus propios banqueros y residentes del sector privado.⁹

Puesto que los bancos centrales convienen en vender sus propios pasivos (convertibilidad en un sentido) contra el IMCU solamente a otros bancos centrales y la Agencia de Compensación Internacional mientras que simultáneamente tienen solamente IMCU como activos de reserva líquida para las transacciones financieras internacionales, no puede haber agotamiento de reservas del sistema. En última instancia, todas las transacciones internacionales privadas más im-

portantes compensan entre cuentas de los bancos centrales en los libros de la institución de compensación internacional.

3. El tipo de cambio entre la moneda nacional y el IMCU se fija inicialmente por cada nación - igual que si se instituyera una norma oro internacional. Puesto que las empresas que ya están comprometidas en el comercio tienen compromisos contractuales internacionales que abarcarían el intervalo de cambio, como asunto práctico, se esperaría que la estructura existente del tipo de cambio (tal vez con modificaciones mínimas) ofrecería la base para la fijación inicial del mismo. Las disposiciones N° 7 y N° 8 establecidas más abajo indican cuándo y cómo ese tipo de cambio nominal entre la moneda nacional y el IMCU se cambiaría en el futuro.
4. Los contratos entre personas físicas continuarán estando denominados en toda moneda nacional permitida por las leyes locales y convenida entre las partes contratantes. Los contratos que se hayan de pagar en términos de una moneda extranjera exigirán por lo tanto algún compromiso anunciado del banco central (a través de banqueros del sector privado) sobre la disponibilidad de fondos extranjeros para cumplir con dichas obligaciones contractuales.
5. Un sistema de sobregiros para poner a disposición saldos acreedores no usados de corto plazo en la Cámara de Compensación para financiar las transacciones internacionales productivas de otros que necesiten créditos de corto plazo. Los términos serán determinados por los gerentes del sistema de compensación *pro buono*.
6. Un mecanismo de disparo para estimular a la nación acreedora a gastar lo que se considere (por adelantado) - en base a un acuerdo de la comunidad internacional - como saldos acreedores "excesivos" acumulados por excedentes sistemáticos de cuenta corriente. Estos créditos excesivos pueden gastarse de tres maneras: (1) en los productos de cualquiera de los otros miembro de la unión de compensación, (2) en nuevos proyectos de inversión extranjera directa y/o (3) para ofrecer transferencias unilaterales (ayuda extranjera) a miembros deficitarios. El gasto en importaciones fuerza a la nación excedentaria a realizar el ajuste directamente por el saldo de cuenta corriente; mientras que la inversión extranjera directa ofrece el ajus-

te por las cuenta capital (sin establecer una deuda contractual que exigirá flujos de cuenta corriente inversos en el futuro).

La disposición N° 6 ofrece al país excedentario discrecionalidad suficiente en la decisión de cómo aceptar la forma del ajuste de la manera que cree va a favorecer los intereses de sus residentes. No permite a la nación excedentaria que cambie la carga hacia la nación (o las naciones) deficitaria/s por medio de exigencias contractuales de cargas del servicio de la deuda independientes de lo que la nación deficitaria puede asumir ¹⁰. Lo importante es asegurarse de que un sobreahorro continuo ¹¹ efectuado por las naciones excedentarias no pueda desencadenar fuerzas depresoras y/o un aumento de las deudas internacionales que sea tan gravoso como para empobrecer la economía global del siglo XXI.

En el caso poco probable de que la nación excedentaria no gaste o entregue estos créditos dentro de un plazo específico, la agencia de compensación confiscaría (y redistribuiría a miembros deudores) la porción de los créditos que se considera excesiva ¹². Esta última acción confiscatoria como último recurso tomada por los gerentes de la agencia de compensación haría un ajuste de pagos a través de transferencias unilaterales en las cuentas corrientes.

Ya sea con un sistema de tipo fijo o flexible, las naciones pueden experimentar déficits comerciales persistentes simplemente porque los socios comerciales no están viviendo de acuerdo con sus medios -es decir, porque otras naciones están continuamente acaparando una porción de sus ganancias por exportaciones extranjeras (más transferencias unilaterales netas). Haciendo esto, estos sobreahorristas están creando una falta de demanda global efectiva. De acuerdo con la disposición N° 6, los países deficitarios no tendrían ya que provocar deflación en su economía real para ajustar desequilibrios de pagos porque otros están sobreahorrando. En su lugar, el sistema buscaría remediar el déficit de pagos aumentando las oportunidades de que las naciones deficitarias vendan en el extranjero y construyan de este modo su camino hacia afuera del déficit.

7. Puede desarrollarse un sistema para estabilizar el poder adquisitivo de largo plazo de la IMCU (en términos de la canasta de bienes producida en el mercado nacional de cada país miembro). Esto exige

un sistema de tipos de cambio fijos entre la moneda local y la IMCU que cambie solamente para reflejar los aumentos permanentes en los salarios de eficiencia¹³. Esto asegura a cada banco central que sus tenencias de IMCU como reservas extranjeras de la nación no perderán nunca el poder adquisitivo en términos de bienes producidos en el extranjero incluso si un gobierno extranjero permite que ocurra inflación de salarios-precios dentro de sus fronteras. El coeficiente entre la moneda local y la IMCU cambiaría con la inflación en el precio de la moneda local de la canasta de bienes básicos nacionales.

Si los aumentos en la productividad llevan a bajar los costos de producción nominal, la nación con este descenso en los salarios de eficiencia (digamos del 5%) tendría la opción de elegir ya sea [a] permitir que la IMCU comprara [hasta el 5%] menos unidades de moneda nacional, captando de este modo todas (o la mayoría de) las ganancias por productividad de sus residentes al tiempo que mantuviera el poder adquisitivo de la IMCU o [b] mantuviera constante el tipo de cambio nominal. En el último caso, la ganancia en la productividad se comparte con todos los socios en la comercialización. A cambio de esto, las industrias de exportación de esta nación productiva recibirán una porción relativa aumentada del mercado mundial.

Modificando el tipo de cambio entre las monedas locales y la IMCU para compensar la tasa de inflación nacional, se estabiliza el poder adquisitivo de la IMCU. Restringiendo el uso de las IMCUs a los bancos centrales, se evita la especulación privada en relación con las IMCUs como salvaguardia contra la inflación. La tasa de inflación de cada nación de los bienes y servicios que produce está determinada únicamente por (a) la política del gobierno local hacia el nivel de los salarios en dinero nacional y los márgenes de ganancia frente a las ganancias en la productividad, es decir, el salario de eficiencia de la nación. Cada nación es, por lo tanto, libre de experimentar con políticas para estabilizar su salario de eficiencia para impedir la inflación. Si la nación tiene o no éxito, la IMCU nunca perderá su poder adquisitivo internacional. Asimismo, la IMCU tiene la promesa de ganar en poder adquisitivo a lo largo del tiempo si la productividad crece más rápidamente que los salarios de dinero y cada nación está deseosa de compartir cualquier reducción en los costos reales de producción con sus socios comerciales.

La disposición N° 7 produce un sistema diseñado para mantener las paridades relativas del salario de eficiencia entre las naciones. En dicho sistema, la ajustabilidad de los tipos de cambio nominales será primordialmente (pero no siempre, ver Disposición N° 8) para compensar cambios en los salarios de eficiencia entre los socios comerciales. Un efecto beneficioso que surge de esta disposición es que elimina la posibilidad de que una industria específica en una nación imponga una desventaja competitiva (o asegure una ventaja competitiva) contra los productores extranjeros solamente porque el tipo de cambio nominal se cambió independientemente de los cambios en los salarios de eficiencia y los costos reales de producción en cada nación.

La variabilidad en el tipo de cambio nominal no creará ya el problema de la pérdida de competitividad debido solamente a la sobrevaluación de una moneda como, por ejemplo, experimentaron las industrias americanas del "cinturón del herrumbre" durante el período 1982-85. Incluso aunque sea temporaria, la apreciación de la moneda puede tener costos reales permanentes significativos, por ejemplo las industrias pueden abandonar los mercados y las plantas y equipos existentes que resulten ociosos, por lo que pueden ser dejados de lado por ser su mantenimiento demasiado costoso.

La disposición N° 7 también impide que ninguna nación se comprometa en una política de empobrecimiento del vecino, de exportación del desempleo, persiguiendo una devaluación del tipo de cambio real que no refleja los cambios en los salarios de eficiencia. Una vez que se eligen los tipos de cambio iniciales y se estabilizan los salarios de eficiencia, las reducciones en los costos reales de producción que se asocian con un descenso relativo en los salarios de eficiencia son el principal factor (con la excepción de la disposición N° 8) que justifica un ajuste en el tipo de cambio real.

Aunque la disposición N° 6 impide a cualquier país acumular excedentes excesivos persistentes, esto no significa que sea imposible que una o más naciones incurran en déficits persistentes. La propuesta N° 8 que se establece a continuación ofrece un programa para enfrentar el problema de los déficits persistentes de las exportaciones respecto de las importaciones en cualquier nación.

8. Si un país está en pleno empleo y todavía tiene una tendencia hacia los déficits internacionales persistentes en su cuenta corriente, esto es una evidencia a primera vista de que no posee la capacidad productiva para mantener su nivel de vida estándar. Si la nación deficitaria es pobre, seguramente hay un argumento en favor de las naciones más ricas que están en excedente para que transfieran parte de sus saldos de crédito excedentario para apoyar a la nación pobre¹⁴. Si es un país relativamente rico, la nación deficitaria debe modificar su nivel de vida reduciendo los términos relativos de comercio con los principales socios comerciales. Las normas, convenidas por adelantado, requerirían que la nación rica con déficit comercial devaluara su tipo de cambio por incrementos estipulados por período hasta que haya pruebas disponibles que indiquen que el desequilibrio exportaciones-importaciones se elimina sin desencadenar fuerzas recesivas significativas¹⁵.

Si, por otro lado, persiste el déficit de pagos pese a una balanza comercial positiva continua en bienes y servicios, hay pruebas de que la nación deficitaria podría estar cargando con una obligación del servicio de la deuda internacional demasiado pesada. Los funcionarios pro bono de la unión de compensación deben convocar al deudor y a los acreedores a negociaciones para reducir los pagos anuales del servicio de la deuda por medio de [1] extensión del período de pagos, [2] reducción de los recargos por intereses y/o [3] perdón de la deuda¹⁶.

Si algún gobierno pone objeciones a la idea de que las disposiciones sobre la IMCU ofrecen a los gobiernos la capacidad de limitar el movimiento libre de fondos de "capital", esta nación es libre de unirse a otras naciones de actitud similar en la formación de una unión de moneda regional (UMS) y asegurar de este modo un flujo libre de fondos entre los residentes de la unión monetaria.

VI. CONCLUSION

En tiempos normales con mercados de capitales libres, "los especuladores puede que no hagan daño alguno, como burbujas en una corriente estable de negocios. Pero la situación es seria cuando los negocios se transforman en las burbujas de un remolino de especulación" (Keynes, 1936, pág. 159). Los granos de arena de un impuesto de Tobin pueden pinchar las pequeñas burbujas de la especulación, pero la arena probablemente restrinja significativamente el flujo de comercio real. Por otro lado, las arenas del impuesto de Tobin serán simplemente barridas en remolinos de especulación. Se necesitan grandes rocas para impedir que la destructiva especulación con monedas destruya los patrones globales de los negocios puesto que "es la empresa la que construye y mejora las posesiones del mundo" (Keynes, 1930, pág. 148).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Davidson, Paul: *"Money and the Real World"*, Londres, Macmillan, 1972.

Eichengreen, B. Tobin, J. y Wyplosz (*"The case for Sand in the Wheels of International Finance"*, Economic Journal, 105, (1995).

Garber, P. y Taylor, M.P. *"Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Skeptical Mote"*, Economic Journal, 105, (1995).

Greenway, D. *"Policy Form: Sand in the Wheels of International Finance, Editorial Note"*, Economic Journal, 105, (1995).

Hicks, J.R. *"A Suggestion for Simplifying the Theory of Money"*, in *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1967.

Hicks, J.R. *"Causality in Economics"*, Basic Books, Nueva York, 1979.

Kenen, Peter, *"Capital Controls, the EMS and the EMU"*, Economic Journal, 105 (1995)

Keynes, J. M. *"A Treatise on Money"* II, Macmillan, Londres, 1930.

Keynes, J.M. *"The Collected Writings of John Maynard Keynes"*, 25, editado por D. Moggridge (Macmillan, Londres, 1980).

Williamson, J. *"Exchange Rate Management: The Role of Target Zones"*, American Economic Review Papers and Proceedings, 77, 1987.

NOTAS

- 1 Los costos de transacción (por tener activos líquidos alternativos) en el sentido más amplio -es decir, incluyendo el temor de cambios rápidos e impredecibles en los precios spot, o de operar en un mercado spot de pocas transacciones donde ninguna institución financiera actuará como comprador y vendedor residual- son básicos para determinar la magnitud de las transacciones y las demandas precautorias y especulativas de dinero en el período corriente de renta. Si todos los activos fueran revendibles instantáneamente sin costos, nunca habría necesidad de tener "dinero estéril" más que un activo productivo, salvo en el necesario nanosegundo antes que necesario para cumplir con un compromiso contractual que esta venciendo. En el mundo real, la magnitud de los costos reales de movimientos entre activos líquidos y el medio de liquidación contractual están vinculados con el grado de organización de mercado spot y la existencia de instituciones financieras que "hacen" los mercados spot y que por ello aseguran una razonable adhesividad momento a momento en los precios spot(no hay saltos bruscos en los mismos).
- 2 En los mercados con tipo de cambio flexible, el banco central ofrece regularmente apoyo de cambios de moneda a los bancos privados (comerciales) que "hacen" el mercado de cambios.
- 3 O un 1,1% más elevado que las expectativas futuras del agente del tipo de cambio spot futuro en ausencia del impuesto, si el agente requiere una prima de riesgo.
- 4 Incluso si el ratio de 5 a 1 sobreestima el número de transacciones del comercio real en comparación con los flujos especulativos, en la medida en que haya algún múltiplo, el impuesto de Tobin probablemente tenga un impacto mayor sobre los flujos comerciales que sobre los flujos especulativos.
- 5 La Revista The Economist (6 de enero de 1990) indicaba que los años 80 serán recordados como la década en la cual "fracasó el experimento con las monedas flotantes". Casi dos años antes (17 de febrero de 1987) el Financial Times admitía que los "tipos de cambio flotantes, queda claro ahora, se vendieron con una propaganda falsa.... sostenían la promesa ilusoria de una mayor autonomía nacional [pero] cuando las macropolíticas no son coherentes y cuando el capital es globalmente móvil, los tipos móviles no pueden ser el elemento en el cual se confíe para mantener las cuentas corrientes más o menos equilibradas."
- 6 El Plan Marshall fue incluso ofrecido a la Unión Soviética, la cual lo rechazó.
- 7 Williamson (1987, pág. 200) reconoce que cuando el "desequilibrio" de la balanza de pagos "se debe puramente a un exceso o deficiencia de la demanda", los tipos de cambio flexibles por sí mismos no pueden facilitar los ajustes de pagos internacionales.
- 8 Estos ofrecen como un beneficio agregado el hacer que la evasión de impuestos y los beneficios provenientes del comercio ilegal se escondan con más dificultad.
- 9 La corresponsalía de bancos tendrá que operar a través de la Agencia de Compensación Internacional, con cada banco central regulando las relaciones y operaciones internacionales de sus empresas bancarias nacionales. El contrabando de pequeña escala de moneda a través de las fronteras, etc. no puede ser nunca totalmente eliminado. Pero estos movimientos no son más que una pulga en el lomo de un perro —una irritación menor que no debilita. Si, no obstante, la mayoría de los residentes de una nación tienen y usan (en violación de las leyes sobre moneda de curso legal) una moneda extranjera para transacciones nacionales y como reserva de valor (por ejemplo, se estima que los argentinos tienen cerca de US\$ 5.000 millones)

esto es una prueba de falta de confianza en el gobierno y su autoridad monetaria. Salvo que la confianza se restablezca, fracasarán todos los intentos por restablecer la prosperidad económica.

- 10 Algunos pueden temer que si una nación excedentaria está cerca del punto de disparo podría cortocircuitar el sistema otorgando préstamos para reducir su saldo de crédito antes de lanzar el disparo. Puesto que impedir obligaciones de servicio de la deuda no razonables es un objetivo importante de esta propuesta, puede ser necesario un mecanismo que controle y pueda restringir estas actividades de préstamo previas al disparo. Una forma posible de eliminar esta laguna en los préstamos para evitar el disparo es la siguiente: se establece un acuerdo inicial en cuanto a qué constituyen criterios sensatos y flexibles para juzgar cuándo las cargas del servicio de la deuda dejan de ser razonables. Dados estos criterios, los gerentes de la unión de compensación tendrían la responsabilidad de impedir préstamos adicionales que empujaran las cargas de la deuda más allá de niveles de servicio razonables. En otras palabras, los préstamos que empujan las cargas de la deuda demasiado lejos no podrían ser compensados a través de la unión de compensación, es decir, los gerentes se negarían a liberar las IMCU a los efectos de préstamos de la cuenta del país excedentario. (Quedo en deuda con Robert Blecker por sugerir este punto).

Se exigiría también a los gerentes que presentaran informes periódicos sobre el nivel de los créditos que están acumulando las naciones excedentarias y que indicaran la cercanía de estos excedentes con respecto al punto de disparo. Estos informes proporcionarían una ventaja en lo que se refiere a la información a las naciones deudoras que les permitiera negociar con más éxito con respecto a los términos de refinanciamiento de los préstamos existentes y/o los nuevos préstamos. Todos los préstamos tendrían que cumplir todavía con las pautas de la unión de compensación respecto de si son o no razonables.

No desestimo las dificultades que implica establecer los criterios para fijar cargas del servicio de la deuda que no son razonables y obtener acuerdo sobre los mismos. (Algunas sugerencias, no obstante, aparecen en el segundo párrafo de la disposición N° 8). No puede hacerse ningún progreso, sin embargo, si falta la cooperación y el espíritu de buena voluntad que son necesarios para que la unión de compensación ofrezca un mecanismo que asegure la prosperidad económica para todos los miembros.

Además, tal como demuestra claramente el problema actual de la deuda internacional de las naciones africanas y latinoamericanas, los acreedores en última instancia tienen que perdonar algunas deudas cuando previamente han estimulado cargas de deuda excesivas. En el sistema actual, no obstante, el perdón de la deuda es una solución de último recurso, aceptable solamente después de que tanto las naciones deudoras como las acreedoras sufren de un crecimiento económico débil. Es seguramente una opción más inteligente desarrollar dispositivos institucionales que impidan que alguna vez ocurran excesivas cargas en el servicio de deuda.

- 11 El sobreahorro se define aquí cuando una nación persistentemente gasta menos en importaciones más inversión extranjera directa en capital accionario que las ganancias que obtiene la nación por exportaciones más las transferencias unilaterales netas.
- 12 Cualesquiera saldos de crédito "excesivos" que son redistribuidos serán asignados entre las naciones deudoras (tal vez sobre la base de una fórmula que esté inversamente relacionada con la renta per cápita de cada deudor y directamente relacionada con el tamaño de su deuda internacional) que se han de usar para reducir los saldos deudores en la unión de compensación.
- 13 El salario de eficiencia está vinculado con el salario en dinero dividido por el producto promedio de la mano de obra. Es el costo de la mano de obra por unidad modificado por el margen de ganancia en términos de dinero nacional del PNB producido a nivel nacional. En esta etapa

preliminar de esta propuesta, no sería útil a ningún efecto decidir si la canasta del mercado nacional debería incluir tanto bienes y servicios transables como no transables. (Con el crecimiento del turismo, más y más bienes no transables se hacen transables). Personalmente prefiero el concepto más amplio de la canasta del mercado nacional, pero no es obvio que ningún principio esencial se pierda si se usa el concepto más restringido de bien transable o si algunas naciones usan el concepto más amplio mientras otras el más estrecho.

- 14 Esto equivale, a nivel de una nación, a un impuesto a la renta negativo para familias pobres que tuvieran empleo.
- 15 Aunque los precios relativos de las importaciones y las exportaciones serían modificados por el cambio en los términos de intercambio, el ajuste se debe al efecto ingreso y no al efecto sustitución. La renta real de la nación deficitaria caerá hasta que desaparezca su excedente en las importaciones.
- 16 El programa real adoptado para la reducción del servicio de la deuda dependerá de muchos parámetros entre los cuales se incluye: la renta y la riqueza relativas del deudor frente al acreedor, la capacidad del deudor para aumentar su renta real per cápita, etc.