

Antecedentes

La historia moderna está marcada por fatídicos acontecimientos que impactan en el ambiente y cambian los escenarios. En este sentido, podría decirse que la invasión rusa de Ucrania, que comenzó el 24 de febrero de 2022, es uno de esos fatídicos acontecimientos que provocan inmensos y peligrosos desafíos, cuyos impactos serán profundos y, además, trastocarán las estructuras del sistema monetario y financiero internacional (SMFI) que ha prevalecido desde la Segunda Guerra Mundial.

En este momento crítico del mundo, Occidente necesita unir fuerzas con el objetivo de avanzar hacia un nuevo orden monetario y financiero internacional y dejar atrás un mundo donde hemos creado unos resultados que nadie quiere, pero que persisten: unos resultados que deben dejarse atrás para establecer una sociedad más próspera, más justa, más feliz y en paz perpetua, como ya la invocaba Immanuel Kant en *La paz perpetua* (1795)¹.

No escribo aquí para evocar el ayer, sino para invocar el mañana y que permita, tal como sucedió, tras finalizar la Segunda Guerra Mundial, entre los años 1946 y 1973 —bautizados como «la época dorada del capitalismo»—, disfrutar de la prosperidad y de un mundo mejor más que en ninguna otra época anterior².

Poca duda cabe de que entre los factores positivos que animaron la prosperidad durante esos años figuran los Acuerdos de la Conferencia Monetaria y Financiera de Bretton Woods de 1944, cuyo propósito era presentar de forma precisa las normas y las instituciones del nuevo sistema monetario internacional para facilitar, en el plano interno,

¹ Como se intuye, el libro propone una estructura mundial y una perspectiva de gobierno para cada uno de los Estados en particular que favorezca la paz perpetua. El título de la obra, *La paz perpetua*, responde a la inscripción satírica que un hotelero holandés había puesto en su casa, debajo de una pintura que representaba un cementerio. ¿Esta se la dedicaba a todos los «hombres» en general o especialmente a los gobernantes, nunca hartos de guerras?, ¿o quizá solo a los filósofos, entretenidos en soñar el dulce sueño de la paz? «He aquí una muchedumbre de seres racionales que desean, todos, leyes universales para su propia conservación, aun cuando cada uno de ellos, en su interior, se incline por eludir la ley. Se trata de ordenar su vida en una constitución, de tal suerte que, aunque sus sentimientos íntimos sean opuestos y hostiles unos a otros, queden contenidos, y que el resultado público de la conducta de esos seres sea exactamente el mismo que si no tuvieran malos instintos».

² Para más detalle, cfr. CASILDA BÉJAR, Ramón. *Capitalismo Next Generation. Empresario y empresa en el mundo post COVID-19*. Tirant lo Blanch, Valencia, 2021.

el pleno empleo y la estabilidad de los precios y, a la vez, conseguir para cada país el equilibrio externo³ sin imponer restricciones al comercio internacional.

Abro nota: el sistema monetario internacional (SMI), en síntesis, se encuadra en el marco de reglas, regulaciones y convenciones que gobiernan las relaciones financieras entre los países, promoviendo el comercio internacional y, al mismo tiempo, asegurando la estabilidad de la balanza de pagos de los países. El SMI asume diversas formas, dependiendo de la manera en que se organiza la conducta financiera externa de las naciones. Su función principal es permitir que los procesos económicos fundamentales de producción y distribución operen lo más eficientemente posible, logrando así la maximización de la producción, el comercio y el empleo de las naciones.

El sistema financiero internacional (SFI), en síntesis, es el conjunto de mercados e instituciones financieras que tiene como función canalizar los recursos de las personas o agentes con superávit hacia aquellas personas o agentes deficitarios, siendo vital para el funcionamiento de la economía, dado que permite, a través de mercados, una gran oferta y demanda de bienes y servicios, donde se transfieren y se invierten los capitales. Además, logra incrementar la transparencia, el acceso a recursos y el abaratamiento del crédito. Actualmente se comercian activos financieros a través de intermediarios, como pueden ser los bancos o entidades financieras especializadas. Su funcionamiento permite ayudar a los países integrando los mercados, organizando los mismos y generando así estándares de negociación, normas y reglas. El establecimiento de organismos internacionales facilita las relaciones económicas y financieras en cuanto a convenios internacionales. Los sistemas financieros de los países se relacionan y se incorporan al SFI con el fin de promover la cooperación y coordinación de los mercados integrados donde interactúan dichos países. Cierro la nota.

La Conferencia de Bretton Woods

La Conferencia de Bretton Woods se llevó a cabo en medio de la incertidumbre sobre la futura distribución del mundo entre las dos potencias más poderosas de los tiempos

³ Aunque el concepto de «equilibrio externo» es más complejo de definir que el de «equilibrio interno», asociado al pleno empleo de los recursos productivos de un país y a la estabilidad de los precios, comúnmente se asocia con el equilibrio de la balanza por cuenta corriente (cfr. KRUGMAN, Paul R. y OBSTFELD, Maurice. *Economía internacional. teoría y política*. Pearson Educación, Madrid, 2006).

modernos, EE. UU. y la URSS, con ideologías políticas y económicas radicalmente opuestas, lo que demuestra cuán crucial fue establecer rápidamente reglas monetarias compartidas y respetadas a nivel internacional para volver a la normalidad.

Acudieron cuarenta y cuatro países aliados, que habían unido sus recursos militares y económicos contra el nazismo alemán y el expansionismo japonés, entre los que destacaban EE.UU.⁴, el Reino Unido, la URSS, Francia, Australia, Brasil, China e India. Su misión, en palabras de Henry Morgenthau Jr., secretario del Tesoro de Estados Unidos, «era diseñar acciones concretas para establecer las bases económicas de una paz sustentada sobre una genuina cooperación internacional».

Bretton Woods creó las instituciones que ahora conocemos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Encontró su razón de ser en la voluntad de evitar los males que habían aquejado al mundo durante el período de entreguerras: la suspensión de la convertibilidad durante la Primera Guerra Mundial y la difícil situación posterior que llevaron a «inflaciones», en algunos casos galopantes, a las que todavía se sigue haciendo referencia cuando se quiere llamar la atención sobre las políticas. El regreso al patrón oro a partir de 1925 fue acogido con una vuelta a la normalidad, pero resultó una normalidad efímera, porque el funcionamiento durante este periodo no tuvo la eficacia del mecanismo clásico y estuvo lleno de desajustes e incidentes que llevaron, especialmente, a la negativa experiencia de los años 1930 (guerra de divisas y empobrecimiento del vecino).

Los delegados centraron su atención principalmente en cuestiones monetarias y financieras, cuya estabilización y regulación eran la condición *sine qua non* para establecer relaciones económicas «normalizadas». De hecho, las estructuras monetaria y financiera son el núcleo del motor económico y deben organizarse y administrarse para permitir que las empresas, las personas y las instituciones realicen operaciones tanto privadas como públicas destinadas a desarrollar actividades económicas viables y estables en el tiempo. Las actividades económicas no pueden funcionar de manera viable sin mecanismos monetarios y financieros estables, que obviamente requieren una

⁴ La delegación de Estados Unidos estaba encabezada por Henry Morgenthau Jr., secretario del Tesoro, y Harry Dexter White, director del Departamento del Tesoro; la británica lo estaba por lord John Maynard Keynes, acompañado por el profesor Dennis Robertson. Ambas delegaciones dirigirían los trabajos de la conferencia.

regulación colectiva consistente. Esta perspectiva hace que cualquier acuerdo de coordinación internacional en el ámbito monetario y financiero sea muy importante⁵.

Bretton Woods es una creación intelectual que aparece como la pieza más importante de lo que sería el diseño de todo el sistema de relaciones monetarias y financieras internacionales de la posguerra: un diseño hecho posible por las condiciones existentes después de la guerra y, en particular, por la situación cuasi hegemónica de Estados Unidos. Ese carácter de creación no espontánea mediante un acuerdo internacional reapareció con la creación del euro como intento de establecer un sistema de cambios fijos, como si los planificadores monetarios siempre se hubieran inclinado por este sistema⁶.

Por primera vez en la historia, Bretton Woods consiguió que un acuerdo internacional de este tipo organizara las relaciones económicas de una gran parte del planeta: «Los delegados a la conferencia aplicaron una visión “liberal” que buscaba reconciliar la reconstrucción de un sistema financiero multilateral abierto con las nuevas prácticas económicas más intervencionistas que habían surgido de la experiencia de la Gran Depresión»⁷.

El sistema de Bretton Woods

El sistema de Bretton Woods tiene como piedra básica la existencia de tipos de cambio fijos pero ajustables. Los tipos de cambio fijos a corto plazo debían evitar las excesivas fluctuaciones que se habían producido en 1930 y su utilización para mejorar la competitividad (guerra de divisas). No obstante, cuando un país tuviese un desequilibrio fundamental⁸, se permitiría la posibilidad de modificarlo en situaciones excepcionales en más o menos el 1 % de la paridad inicial fijada a cada moneda, haciendo posible su utilización como instrumento de ajuste ocasional. Así se evitaba la rigidez del patrón oro,

⁵ ÜLGEN, Faruk. «De Bretton Woods y Keynes a las crisis del siglo XXI: ¿hay piloto a bordo?», *Revista Ola Financiera*, vol. 14, n.º 40. Septiembre-diciembre de 2021. Disponible en: <http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/80783>

⁶ Para más detalle, cfr. VARELA PARACHE, Félix. «La era de Bretton Woods: La experiencia de los tipos de cambios fijos», en VARELA PARACHE, Manuel (coord.), *El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Economía Española*. Ediciones Pirámide, Madrid, 1994.

⁷ HELLEINER, Eric. «The Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and Lessons from the Past», *G-24 Discussion Paper Series*, n.º 55. United Nations Conference on Trade and Development, abril de 2009.

⁸ El FMI nunca definió lo que era «desequilibrio fundamental», pero sí hubo consenso entre los economistas en caracterizarlo como «una situación en la que un país no podía conseguir el equilibrio básico dentro del ciclo sin llevar a cabo un proceso deflacionista [...] o sin restringir su comercio o sus pagos».

que había mostrado su incompatibilidad con las políticas nacionales a principios de los años 1930, la cual todavía hubiera sido mayor en el mundo de la posguerra, dominado por el pensamiento keynesiano y su preocupación prioritaria por el pleno empleo.

Bretton Woods, dicho brevemente, representa un híbrido compromiso entre la propuesta de John Maynard Keynes y la de Harry Dexter White. Keynes pretendió, sin éxito, que se crease una institución internacional de compensación que llamó International Clearing Union (Unión de Compensación Internacional, un banco central de los bancos centrales nacionales), lo que acabó siendo contraproducente en términos políticos, ya que Keynes y el ministro de Exteriores, lord Halifax, tuvieron que explicar al Parlamento británico por qué la idea aprobada en Bretton Woods estaba lejos de su propuesta y suponía el fin de la posición dominante en el comercio mundial de Gran Bretaña a través de sus colonias.

La Unión de Compensación Internacional habría sido una institución en la que habrían participado todos los países del mundo y no solo los de la ONU y que habría buscado estabilizar los tipos de cambio a través de ayudas a países con problemas, dejando cierto margen para que los gobiernos intervinieran en sus divisas. El eje central era la creación del Bancor, una moneda internacional para las transacciones de los países con el FMI y que tendría un valor fijado con el oro. La idea de Keynes era prevenir los problemas que más tarde plantearía la supremacía del dólar.

La Unión de Compensación Internacional sería capaz de contar con su moneda propia: el Bancor, vinculado a las divisas más fuertes y que sería canjeable por moneda local. A través de la institución, los países excedentarios financiarían a los deficitarios, lo que haría crecer la demanda mundial y evitaría la deflación, de manera que la economía no sería un juego de suma cero. Pero la idea no convenía a los intereses de Estados Unidos, que no quería emplear su superávit en compensar a países deudores.

Keynes proponía que la convertibilidad fuese sobre una reserva de divisas, aceptando que ya no sería la libra esterlina como en el pasado, pero sin el predominio del dólar, mientras que White quería que fuese el dólar. En cualquier caso, los ingleses aceptaron la preponderancia estadounidense a cambio de financiación, la cual terminaron de pagar en 2006 bajo el mandato como primer ministro de Tony Blair.

De manera esquemática, el sistema monetario internacional surgido de Bretton Woods, contiene los siguientes acuerdos (recuadro 1).

Recuadro1

1. Se crea un mecanismo monetario de cambio fijo, pero los cambios fijos de las distintas divisas no tienen como punto de referencia el oro, sino el dólar. A su vez, el dólar debe mantener una paridad respecto a la razón: onza de oro = 35 dólares.
2. El dólar se constituye en la única moneda convertible directamente en oro, pero la Reserva Federal (Fed) debe asumir el compromiso de convertibilidad en oro del resto de las monedas a través del dólar. Nace así el sistema conocido como patrón de cambio dólar-oro (Goldman Exchange Standard).
3. Para evitar el abuso de las devaluaciones competitivas por parte de los países, se impone un sistema por el cual solo se podría variar libremente en más o menos el 1 % de la paridad inicial fijada a cada moneda.
4. Para ayudar a los países miembros a mantener esa paridad, se crea el Fondo Monetario Internacional (FMI), que se concibe en un principio como una institución de ajuste y autoridad monetaria a nivel internacional. El FMI se encargaría de financiar los desequilibrios temporales que se pudieran producir en la balanza de pagos de los países miembros y de autorizar las variaciones de las paridades más allá del límite permitido.
5. Paralelamente al FMI, se crea el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, actualmente el Banco Mundial (BM). Aunque su objetivo principal, como su nombre indica, se centraba en la financiación de los países devastados por la Segunda Guerra Mundial y los países menos desarrollados, también se le asigna una función complementaria al FMI en el campo de los reequilibrios de la balanza de pagos, especialmente en los casos en los que las alteraciones no sean temporales, sino estructurales o de largo plazo.

Fuente: elaboración propia.

El nuevo sistema monetario internacional basado en el patrón de cambio dólar-oro se pone en marcha lentamente, aunque sufre diversas vicisitudes antes de llegar a su desaparición, el 15 de agosto de 1971. Esquemáticamente, podrían dividirse en tres fases las etapas del sistema de Bretton Woods (recuadro 2).

Recuadro 2

1. Hasta finales de los años 1950, el sistema funciona con relativa corrección. Si bien predominan los cambios múltiples, los cambios fijos basados en el patrón dólar-oro se va imponiendo poco a poco, pero hasta 1958 no se consigue la plena convertibilidad.
2. Durante la década de 1960, surgen los primeros problemas graves del nuevo sistema. Estos presentan un doble diagnóstico: de carácter técnico y de carácter político. Las dificultades técnicas se centran en el crecimiento del precio del oro (en la Bolsa de Londres en 1968 el oro alcanzó los 40 dólares la onza) y en la insuficiencia de liquidez ante el aumento del comercio internacional. Para afrontar estos problemas se tomaron diversas medidas conjuntas, como la creación en 1962 de los créditos *swap* y del GAB (General Agreement to Borrow) y la instauración en 1968 de los DEG (derechos especiales de giro). En cuanto a los problemas de carácter político, comienzan a partir de la desconfianza internacional en el dólar. El compromiso de convertibilidad adquirido se hace cada vez más difícil de cumplir, debido a los problemas deficitarios de la balanza de pago de Estados Unidos y, por consiguiente, a la inundación de dólares en los mercados internacionales. El déficit exterior estadounidense encuentra tres grandes razones para su explicación en esa época: i) los fuertes gastos militares en el exterior como consecuencia de la Guerra Fría en general y muy especialmente de la guerra de Vietnam; ii) el notable nivel de inversión alcanzado por las empresas multinacionales en las economías exteriores; iii) la creciente competencia de las industrias japonesa y europea en el comercio internacional, que afecta negativamente al tradicional superávit comercial de Estados Unidos.
3. Las dificultades en el sistema, tanto técnicas como políticas, llegan a su punto álgido el 15 de agosto de 1971, cuando el presidente Richard Nixon decide unilateralmente suspender la convertibilidad del dólar en oro, con lo que desaparecía la convertibilidad fijada por el patrón dólar-oro y, con ello, se producía una situación no regulada en la que algunas monedas flotaban libremente en los mercados de divisas y otras mantenían su paridad con el dólar.

Fuente: elaboración propia y GUZMÁN, Joaquín. «Sistema monetario y financiero internacional», en DE PAZ BÁÑEZ, Manuela A., *Economía mundial*. Pirámide, Madrid, 1998.

Queda claro que Bretton Woods buscó principalmente establecer, después de un largo período de tumultuosas relaciones internacionales, un entorno monetario y financiero mundial que pudiera estabilizar y mantener las relaciones monetarias y financieras internacionales bajo control, para facilitar la reactivación de las relaciones económicas globales. Por lo tanto, buscaba permitir que los países desarrollaran relaciones económicas de manera más fluida, estable y beneficiosa.

Dicha situación requiere un conjunto de reglas que las partes deben respetar. También requiere que los países miembros consideren la pertenencia al sistema como más beneficiosa que permanecer fuera, debiendo cumplir este al menos dos obligaciones fundamentales: i) ser capaz de fijar reglas de juego comunes que sean respetadas por todos y ii), al mismo tiempo, ser lo suficientemente flexible como para permitir que los países miembros implementen políticas económicas nacionales en paralelo con las limitaciones colectivas impuestas. Por lo tanto, el sistema debe diseñarse como una combinación de rigidez y flexibilidad.

Probablemente la crisis del sistema de Bretton Woods podría haberse aliviado si los países europeos hubiesen adoptado una política más cooperativa y, en algunos casos, menos beligerante respecto a Estados Unidos. La caída del sistema se hubiera podido retrasar, sobre todo si este último país hubiese seguido políticas más ortodoxas a principios de 1970. Sin embargo, esto solo hubiese retardado una ruptura que era inevitable, debido a determinados vicios congénitos ligados a la creación del sistema — como la falta de un mecanismo propio de creación de liquidez o las asimetrías de su mecanismo de ajuste—, pero sobre todo a una posición hegemónica de Estados Unidos y unos controles sobre los movimientos de capitales⁹ que ya no se correspondían con la realidad a principios de los años 1970, lo que hacía que los días de Bretton Woods estuviesen contados¹⁰.

En efecto, como hemos adelantado, el mundo cambió súbitamente el 15 de agosto de 1971, cuando el presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, cerró de golpe la «ventanilla del oro» suspendiendo la convertibilidad del dólar. Aunque no era su

⁹Jagdish Bhagwati, defensor del libre comercio pero objetor de la liberalización de los movimientos de capitales a corto plazo, considera que estos generan crisis recurrentes que crean un clima contrario para la globalización del comercio, la cual resulta fundamental para el crecimiento y la convergencia entre los países (cfr. BHAGWATI, Jagdish. *A Stream of Windows: Unsettling Reflections on Trade, Immigration, and Democracy*. MIT Press, Cambridge, 1998).

¹⁰VARELA PARACHE, Félix. *Op. cit.*

intención, este acto marcó el final del sistema de tipos de cambio fijos. No obstante, en realidad, con el aumento de los flujos de capital transfronterizos privados, un sistema basado en tipos de cambio fijos para las principales monedas ya no era viable y la decisión de Nixon —denunciada en aquel momento como una abrogación de las responsabilidades internacionales de Estados Unidos— allanó el camino para el «sistema monetario internacional moderno». Así nació sin oficializarse un nuevo Bretton Woods II.

Los Acuerdos de Bretton Woods gobernaron las relaciones monetarias y financieras entre los países occidentales, que se apartaron del nacionalismo económico sin regresar a la política de *laissez faire* de los años anteriores a la Primera Guerra Mundial, que suponía que el éxito económico se desentendía de los problemas del desempleo y de la desigualdad.

De esta manera, los países occidentales optaron económicamente por una vía intermedia entre liberalismo y socialismo. El nuevo orden combinaba la prosperidad con la participación del Estado, el mercado con la protección social y la estabilidad con la democracia. Permitía la apertura económica internacional con controles sobre las inversiones a corto plazo, la protección de la agricultura mediante los acuerdos comerciales preferenciales, como el Mercado Común Europeo, y combinaba los apoyos al empresario y la empresa con una amplia red de seguridad social. El resultado fue una densa combinación entre mercados expansivos y gobiernos intervencionistas, grandes empresas, poderosos partidos políticos y organizaciones sindicales, lo que permitió la tasa más alta de crecimiento y la estabilidad económica más duradera de la historia moderna, y todo ello, no se olvide, con el trasfondo de la soterrada batalla entre el mundo occidental y la URSS, conocida como Guerra Fría.

La cuestión que se plantea, entonces, es por qué un sistema que funcionaba tan adecuadamente tuvo que ser sustituido no muchos años después de haberse perfeccionado. Estudiando los años finales de Bretton Woods, no se han encontrado en la política monetaria y fiscal de Estados Unidos motivos para hacerlo, aunque si algunas razones que apoyan la tesis de que una mala política monetaria y fiscal pudo influir en el colapso. Como indica Barry Eichengreen, bastan pequeñas perturbaciones para que puedan producirse importantes crisis. Ningún ejemplo mejor que la gran especulación

suscitada en el Sistema Monetario Europeo por la inicial negativa de Dinamarca al Tratado de Maastricht¹¹.

Bretton Woods y la época dorada del capitalismo, 1946-1973

Durante la época dorada del capitalismo, la producción industrial mundial alcanzó niveles sin precedentes: un 5,6 % de crecimiento promedio anual. En esos años, la economía creció mucho más rápido que la población, lo que incrementó el bienestar y el nivel de vida en general, mientras que la inflación y el endeudamiento de los Estados se mantuvieron bajo control. También el reparto de la renta se mostró equilibrado. En 1928, el 1 % de la población más rica de EE. UU. controlaba el 28 % de la renta. Con políticas redistributivas, en 1975 el 1 % más rico controlaba el 7 % de la renta. Hoy el 1 % de la población más rica controla el 34 % de la renta de EE. UU.

Las economías de Estados Unidos y Europa contaban con el intenso papel del Estado, que contribuyó a fomentar el crecimiento, el pleno empleo y a establecer un estado de bienestar que incluía un amplio sistema de seguridad social, mecanismos compensatorios para la redistribución del ingreso, una política económica contra-cíclica, una política de gasto público expansiva, la ampliación de los sistemas educativos (universalidad y calidad), el apoyo a la investigación científica básica y aplicada, un sistema de cooperación económica (empresas, sindicatos, gobierno) y un Estado que actuaba como empresario a través de industrias públicas estratégicas para la economía nacional.

Las empresas contribuyeron decisivamente al aumento de la inversión en sectores como la producción de automóviles, los electrodomésticos, la petroquímica, la electrónica, la siderurgia y la construcción de viviendas, impulsando la expansión del sector servicios y la creación de una nueva tipología industrial, con el apoyo de ayudas estatales en las zonas deprimidas.

Por su parte, los países en desarrollo se vieron favorecidos y la renta per cápita creció un promedio anual de casi el 3 %. En estos países el gasto público aumentó y se canalizó

¹¹ EICHENGREEN, Barry. «Tree Perspective on the Bretton Woods System», en BORDO, Michael D. y EICHENGREEN, Barry (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1993.

hacia infraestructuras de transportes, comunicaciones, educación y sanidad, e incidió en el incremento del ingreso per cápita.

Mientras los Acuerdos de Bretton Woods permanecieron vigentes, la pujante industrialización de Europa y Estados Unidos proporcionaba rentas suficientes para mantener una demanda creciente. Las altas tasas de natalidad y la urbanización progresiva de las sociedades garantizaban el establecimiento de unas pautas de gasto que hacían del consumo un fenómeno en permanente expansión. En cuanto a los acuerdos de libre comercio, el despliegue de las infraestructuras y de los medios de transporte dio lugar a un aumento permanente del comercio internacional en un marco de coordinación y estabilidad del sistema monetario internacional.

La época dorada del capitalismo se benefició de que Bretton Woods consiguiera un grado formidable de estabilidad de los tipos de cambio en comparación con la inestabilidad del período anterior y del siguiente. Resolvió los problemas de pagos, haciendo posible un aumento sin precedentes del comercio y la inversión internacional. John Maynard Keynes, durante la clausura de la conferencia, recalcó la importancia de la cooperación monetaria internacional como esperanza para el mundo: «Si podemos continuarla..., la hermandad del hombre será más que una frase».

Y es que los sistemas monetarios y financieros existen para satisfacer las necesidades de la humanidad a medida que nuestras sociedades evolucionan y se transforman económicamente. Hoy, las transformaciones fundamentales se han acelerado.

Bretton Woods III

Como se ha expuesto, Bretton Woods incorporaba el principio fundamental de que su estabilidad dependía de la cooperación monetaria y financiera internacional. Pero el mundo de 1971 poco se parecía al de 1944. Del mismo modo, el sistema monetario y financiero internacional de hoy se parece muy poco al de 1971, y menos aún después de la invasión rusa.

Antes de la invasión rusa, y más aún tras ella, la inestabilidad del sistema monetario y financiero internacional se ha intensificado. Actualmente la teoría económica se revela compleja a causa de la fijación de la tarea de establecer mecanismos que faciliten el logro de una estabilidad monetaria y financiera internacional duradera. A raíz de la crisis

financiera de 2008, esta cuestión ha cobrado un fuerte protagonismo en la agenda política y económica internacional, como señala el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Podría decirse que esto no ha sucedido por casualidad, como dan cuenta el 84º y 85º *informe anual* de la institución, donde se explican las razones por las que los regímenes monetarios nacionales han sido hasta ahora incapaces de asegurar una estabilidad financiera duradera.

A tal respecto, desde la década del 2000, algunos economistas han argumentado que las políticas practicadas por los bancos centrales y la estrategia orientada a la exportación de los países asiáticos dependían en gran medida del dinero interno. Entonces se decía, como ya he señalado, que el mundo tenía un nuevo Bretton Woods II, cuyos cimientos se habrían derrumbado durante los primeros días de la invasión rusa, concretamente cuando, el 28 de febrero de 2022, el G-7 se apoderó de la mitad de las reservas de divisas de Rusia (635.000 millones de dólares)¹².

Así que ahora estamos en el momento, sin oficializar, de Bretton Woods III, con el agravante de que posiblemente el dólar será mucho más débil cuando termine la guerra de Ucrania, mientras que el yuan será mucho más fuerte al encontrarse respaldado por una cesta de «productos básicos», según señala un informe de Credit Suisse¹³. El informe describe cómo los precios de los productos básicos en Rusia están colapsando, pero fuera del país están subiendo. En este sentido, la pregunta es quién proporcionará respaldo a Rusia para que los productos básicos no colapsen y bajen sus precios. En tal caso, será China, uno de los pocos países que puede comprárselos, y además lo haría a precios relativamente más baratos, mientras que para Occidente la situación resulta contraria, tiene que pagar altos precios y, con mención especial, por los hidrocarburos.

De tal forma, en esta ocasión el nuevo sistema monetario y financiero internacional no estará respaldado por el dólar. Según el informe de CreditSuisse, el nuevo Bretton Woods III se basará en los productos básicos. Así pues, estamos siendo testigos del nacimiento de un nuevo sistema monetario y financiero internacional respaldado no en divisas, sino en una cesta de productos básicos, que probablemente debilitará el

¹²En concreto, según el comunicado conjunto de los países, se evita «el despliegue de las reservas internacionales del Banco Central de Rusia», que atesoran aproximadamente la mitad de los 635.000 millones de dólares en reservas de oro y divisas, por lo que la decisión de la UE y EE. UU. constituye un gran golpe a las entidades bancarias y al mercado de divisas tras la invasión de Ucrania.

¹³ Zoltan Pozsar (31-03-2022): *Money, Commodities, and Bretton Woods III*. <https://plus2.credit-suisse.com/shorturlpdf.html?v=51io-WTBd-V>

sistema del eurodólar y contribuirá a desatar las fuerzas inflacionarias en Occidente, como ya ha hecho.

Abro nota: la OCDE revisó sus estimaciones de inflación y crecimiento ante las importantes consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania. Según sus cálculos, el conflicto reducirá al menos un punto porcentual el crecimiento de la economía mundial, que pasará del 4,5 % al 3,5 %, mientras que la inflación subirá, por lo menos, 2,5 puntos por encima de lo previsto a finales de 2021, impulsada por el alza de los precios de los productos básicos, sobre todo de la energía y los alimentos. En la eurozona la inflación llegó en marzo hasta el 7,5 %, frente al 5,9 % de febrero, lo que supone el mayor encarecimiento de los precios de toda la serie histórica y acumula diez meses consecutivos. En España, en marzo como en febrero, la inflación se sitúa en un 9,8 %, su nivel más alto en treinta y siete años de la serie histórica (INE). En Alemania se sitúa en el 7,3 %; en Italia, en el 6,7 %; en Portugal, en el 5,3 % y en Francia, en el 4,5 %. EE. UU. registró un 8,5 % en marzo, la cifra más alta desde 1981, y acumula doce meses seguidos de subida. Cierro la nota.

Bretton Woods III debe construir un futuro mejor basándose, al menos, en los tres imperativos básicos establecidos por Kristalina Georgieva, directora gerente del FMI, quien pide volver a los valores de cooperación y solidaridad en el escenario internacional:

«Para reflexionar sobre la drástica transformación que ha sufrido el mundo en 2020, hice una visita a Bretton Woods, donde cuarenta y cuatro hombres firmaron nuestro Convenio Constitutivo en 1944. Nuestros fundadores se enfrentaron a dos tareas enormes: abordar la inmediata devastación causada por la guerra y a la vez sentar las bases de un mundo más pacífico y próspero. En la clausura de la conferencia, John Maynard Keynes recalcó la importancia de la cooperación económica internacional como esperanza para el mundo. “Si podemos continuar..., la hermandad del hombre vendrá a ser más que una frase”»¹⁴.

Esos tres imperativos básicos son:

1. *Formular las políticas económicas adecuadas.* Como en Bretton Woods, las políticas macroeconómicas prudentes y las instituciones sólidas son

¹⁴ GEORGIEVA, Kristalina. «Un nuevo momento de Bretton Woods». FMI, Washington, 15 de octubre de 2020. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/10/15/sp101520-a-new-bretton-woods-moment>

fundamentales para el crecimiento, el empleo y la mejora de los niveles de vida. No hay un solo enfoque que sirva para todos los casos: las políticas deben adaptarse a las necesidades de cada país. El apoyo seguirá siendo fundamental durante algún tiempo. Retirar este apoyo demasiado pronto amenaza con provocar graves daños económicos no justificados. La forma adecuada de este apoyo estará determinada por la etapa de la crisis: por lo general, un apoyo más amplio en etapas tempranas y más focalizado a medida que los países empiezan a recuperarse. Los marcos sólidos a mediano plazo de las políticas monetaria, fiscal y financiera, así como las reformas para impulsar el comercio, la competitividad y la productividad, deben contribuir a generar confianza para las medidas políticas del presente y, al mismo tiempo, fortalecer la resiliencia tan necesaria para el futuro. Esto incluye vigilar con atención los riesgos que presenta un nivel de deuda elevado. Prevemos que los niveles de deuda en 2021 aumenten significativamente, hasta alrededor del 125 % del PIB en las economías avanzadas, el 65 % del PIB en las economías de mercados emergentes y el 50 % del PIB en los países de bajo ingreso.

2. *Las políticas deben beneficiar a la gente.* Para cosechar todos los frutos de una política económica sólida, debemos invertir más en la gente. Esto significa proteger a los vulnerables. También significa reforzar el capital humano y físico para apuntalar el crecimiento y la resiliencia. La COVID-19 ha subrayado la importancia de que los sistemas de atención de la salud sean sólidos. El aumento de las desigualdades y el rápido cambio tecnológico demandan sistemas de educación y capacitación sólidos para crear mayores oportunidades y reducir las disparidades. Acelerar el paso para lograr la igualdad de género puede cambiar las reglas de juego a nivel mundial. En los países con mayor desigualdad, cerrar la brecha de género podría incrementar el PIB en un promedio del 35 %. Invertir en los jóvenes equivale a invertir en nuestro futuro. Además de acceso a servicios de salud y educación, también necesitan acceso a internet, porque les permite participar la economía digital, tan esencial para el crecimiento y el desarrollo en el futuro. Ampliar el acceso a internet en un 10 % entre la población en el África subsahariana podría aumentar el crecimiento del PIB real per cápita en hasta 4 puntos porcentuales. La digitalización, como herramienta valiosa para superar la

pobreza, también aporta a la inclusión financiera. Así como la pandemia ha demostrado que ya no podemos ignorar las precauciones necesarias en materia de salud, tampoco podemos permitirnos ignorar el cambio climático.

3. *El cambio climático es una cuestión crítica en términos macroeconómicos*, que plantea graves amenazas para el crecimiento y la prosperidad. También es una cuestión crítica para las personas y para el planeta. Durante la última década, los daños directos causados por desastres relacionados con el clima ascienden a alrededor de 1,3 billones de dólares. Si esta crisis sanitaria nos parece mala, la crisis climática nos parecerá mucho peor. Los estudios del FMI muestran que, con la combinación adecuada de inversión verde y precios más altos del carbono, podemos preparar el camino para lograr emisiones cero de aquí a 2050 y, a la vez, ayudar a crear millones de nuevos empleos. Tenemos una oportunidad histórica para construir un mundo más verde, y también un mundo más próspero y con abundante empleo. En un contexto de tasas de interés bajas, realizar las inversiones adecuadas hoy puede producir un cuádruple dividendo mañana: evitar pérdidas futuras, estimular el crecimiento económico, salvar vidas y generar beneficios sociales y ambientales para todos.

Muy seguramente estos tres imperativos básicos perderán fuerza hasta que el mundo se recomponga de la guerra de Ucrania, de la cual, por el momento, no se conocen el rumbo ni el desenlace final, con sus peligros y variantes.

Lo que sí sabemos, de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales, es que resulta necesaria una mejor comprensión del SMFI, cuyo problema principal es la incapacidad para evitar que se produzcan desequilibrios financieros. El origen de dichos desequilibrios podría localizarse en el alto endeudamiento generalizado de los Estados, primero para hacer frente a la Gran Recesión, posteriormente a la crisis del coronavirus y ahora a la crisis de la guerra de Ucrania. Para hacer frente al endeudamiento generalizado, como han recordado Massimo Amato y Luca Fantacci¹⁵, hay que recuperar la International Clearing Union.

¹⁵FANTACCI, Luca. «Una moneta per la pace», en KEYNES, John M., *Moneta internazionale. Un piano per la libertà del commercio e il disarmo finanziario*, Il Saggiatore, Milán, 2016.

La International Clearing Union no solo se basa en la exigencia de corrección del déficit, sino principalmente del superávit como único medio de encontrar el equilibrio y eliminar la preferencia por la liquidez. Para hacer frente al riesgo de impago, los mercados financieros buscan una seguridad fundamentada en la liquidez y en la monetización del riesgo. Frente a la liquidez de los mercados financieros, la respuesta adecuada al riesgo del crédito es la cooperación entre deudores y acreedores, basada en la confianza y en la simetría de las obligaciones: el deudor debe pagar; el acreedor tiene una obligación simétrica, debe gastar comprando al deudor.

Por su parte, Janet Yellen, secretaria del Tesoro de EE. UU., reivindicó el comercio con los valores. En su discurso en el Atlantic Council¹⁶ pidió un nuevo marco de Bretton Woods y una renovación de las instituciones del FMI y el BM. También señaló que la guerra desatada por Rusia en Ucrania y el hecho de que China no se sumara a las sanciones a Rusia junto a otros treinta y cuatro países marcaba un punto de inflexión para la economía mundial.

Estamos en directo, presenciando el final de la globalización y la ruptura del mundo en dos esferas grandemente desconectadas: un Occidente liderado por Estados Unidos que sateliza a Europa occidental, Canadá, Australia... y un bloque gigante liderado por China y con Rusia como socio a la fuerza, más los treinta y cuatro países que no han censurado a Rusia en el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y que suman casi 4.000 millones de personas. En cuanto a la seguridad, a nivel internacional no se ha sabido sustituir el sistema de bloques basado en la disuasión por otro basado en la cooperación. El resultado está a la vista: asistimos a una reordenación del planeta, para la cual se va a necesitar, en mi opinión, un nuevo sistema monetario y financiero internacional: Bretton Woods III.

Para Yellen, la encrucijada de hoy no es diferente a la que enfrentaron los pensadores liberales que diseñaron el sistema original de Bretton Woods en 1944. Ahora, bajo semejantes circunstancias, los mercados libres comienzan a desmoronarse. El proceso de elaboración de un nuevo Bretton Woods no ha hecho más que empezar; comenzar con los valores que las democracias liberales quieren defender es una gran y buena

¹⁶YELLEN, Janet L. «Remarks by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen on Way Forward for the Global Economy». Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 13 de abril de 2022. Disponible en: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0714>

oportunidad. El libre comercio solo es realmente libre si los países operan con valores compartidos y un campo de juego equitativo¹⁷.

En consecuencia, avanzar en el diseño de Bretton Woods III exige un diagnóstico claro y preciso que tenga en cuenta los desequilibrios fiscales como punto de partida para realizar ajustes más amplios en los regímenes de política nacional y en su interacción internacional. También es importante tener en cuenta que el dólar de hoy no es el mismo dólar de Bretton Woods. Mientras aquel se sustentaba en el oro, el de hoy no tiene respaldo metálico ni ningún respaldo intrínseco que limite su emisión. A niveles prácticos, la Reserva Federal tiene la capacidad de emitir la cantidad de dinero que necesite. Bretton Woods dejó muy claro que confiar el poder a la hegemonía de un solo país y su moneda acaba siendo inviable.

Conclusiones

Bretton Woods marcó un hito como la primera conferencia monetaria y financiera internacional de los tiempos modernos¹⁸. Posteriormente, desde la década de 1960 hasta la actualidad, se realizaron otras muchas con propuestas y planes para reformar el sistema monetario y financiero internacional: unas veces centrándose en el patrón oro, otras en el régimen de tipo de cambio (fijo, flotante, zonas objetivo) y otras en la elección de monedas de reserva, incluyendo la creación de organismos reguladores supranacionales (Machlup, 1962; Grubel, 1963; Walshe, 1971; Federal Reserve Bank of Boston, 1984; D'Arista, 2009; Griffith-Jones, Ocampo y Stiglitz, 2010; Stiglitz, 2010; Camdessus *et al.*, 2011; Kawai, Lamberte y Morgan, 2014; Salin, 2016; Williamson, 2016 y Ocampo, 2017, por citar algunos). Se constata que estas propuestas y planes surgen generalmente durante episodios de crisis y después¹⁹.

¹⁷ *Idem.*

¹⁸ Aunque, en realidad, la primera gran conferencia monetaria e internacional de los tiempos modernos fue la Conferencia de Génova en 1922, que reunió a treinta y ocho naciones y donde fue invitado Keynes. Sin embargo, no se concibió con el mismo espíritu de inclusión y reconstrucción positiva de Bretton Woods, ya que se trataba principalmente de una cuestión de «ajuste de cuentas» con Alemania, que había salido derrotada de la Primera Guerra Mundial.

¹⁹ Sería imposible comprender el capitalismo y su funcionamiento sin el debido estudio de las recurrentes crisis. A pesar de la riqueza teórica y metodológica de la economía, las crisis siguen considerándose un gran misterio. Se repiten una y otra vez, ya sea en un país, en un continente o en todo el mundo. Y, aun así, tras cada episodio se sigue pensando que no volverá a repetirse, porque la mayor parte de los agentes económicos y financieros, como las personas en general, piensan que «esta vez será diferente». Esta frase maldita, cada vez que se pronuncia, invariablemente da paso a una nueva crisis, lo cual indica que no se ha aprendido nada de las lecciones anteriores.

A diferencia de la Conferencia de Bretton Woods, cada propuesta busca responder a la misma pregunta: ¿Cómo diseñar un marco monetario y financiero internacional que permita a las naciones desarrollar relaciones económicas de manera fluida y estable? En este proceso de experimentación histórica y continua, queda otra pregunta: ¿Estos intentos de coordinación global han proporcionado al mundo estructuras organizativas viables, compartidas y suficientemente robustas para hacer frente a los problemas que se pretendían abordar? La respuesta, a la luz de la evolución del mundo, no es exactamente positiva. Las crisis monetarias y financieras han sido y siguen siendo recurrentes, independientemente del nivel de desarrollo de las economías nacionales y sus sistemas financieros.

Bajo este trabajo subyace la idea de que el sistema monetario internacional y, por consiguiente, los mercados financieros internacionales²⁰ son un proceso histórico en evolución, cambio y adaptación. Las opciones que tienen las reformas del sistema monetario internacional y, por tanto, los mercados financieros internacionales se fundamentan, según Kristalina Georgieva, directora ejecutiva del FMI, en que la crisis mundial de salud y los problemas económicos crecientes que ha propiciado colocan al mundo en un nuevo «momento Bretton Woods», intensificado por la guerra de Ucrania²¹.

Algunos pueden decir que este no es el momento adecuado para pensar en grande. De hecho, estamos en medio de la guerra de Rusia en Ucrania, junto con la lucha persistente contra una pandemia global y otra larga lista de iniciativas en curso. Sin embargo, veo que este es el momento adecuado para abordar las brechas en nuestro sistema financiero internacional que presenciamos en tiempo real.

Recuérdese que los funcionarios del Tesoro comenzaron a elaborar propuestas para diseñar el FMI, el BM y el sistema monetario y financiero internacional de la posguerra en 1941, en plena Segunda Guerra Mundial. Tres años más tarde, en la inauguración de la Conferencia de Bretton Woods, que tuvo lugar cuando la invasión aliada de Normandía

²⁰Los mercados financieros internacionales constituyen el principal mecanismo de coordinación entre los agentes económicos: los ahorradores –las familias– y los que necesitan financiación –empresas y Estado–, en este caso en un contexto internacional. Un simple dato puede ilustrar la enorme importancia de los mercados financieros internacionales comparándolos con la economía productiva o real: en 2019, el capital financiero experimentó un proceso de expansión y crecimiento hasta alcanzar 6,4 veces el PIB mundial, es decir, los instrumentos financieros negociados ascendieron a 558 billones de dólares, mientras el PIB mundial fue de 87 billones. Para más detalle, cfr. CASILDA BÉJAR, Ramón y MOLINA, Luis. «Los mercados financieros internacionales», en MALFEITO GAVIRO, Jorge (coord.), *Introducción a la economía mundial* (2.ª ed.). Delta Publicaciones, Madrid, 2022.

²¹ GEORGIEVA, Kristalina. *Op. cit.*

aún estaba en marcha, el presidente Roosevelt dijo: «Es apropiado incluso mientras la guerra por la liberación está en su apogeo, deberíamos reunirnos para tomar consejo unos con otros respecto a la forma del futuro que hemos de ganar. Como entonces, no debemos esperar a una nueva normalidad. Debemos comenzar a dar forma a un futuro mejor hoy», finalizaba su discurso Yellen en el Atlantic Council ²².

Concluyo, soy muy consciente de que en este trabajo han quedado sin considerar importantes elementos —por ejemplo, las criptomonedas²³— que ayudarían a complementar y enriquecer un nuevo Bretton Woods III. Por tanto, este trabajo, en su elaboración teórica, no está cerrado a las contribuciones pertinentes que lo enriquezcan para «construir un mundo más estable, sostenible y equitativo con el apoyo de un Bretton Woods III».

*Ramón Casilda Béjar**

Profesor del Instituto de Estudios Bursátiles y de la Escuela Diplomática
Autor de *Capitalismo NextGeneration. Empresario y empresa en el mundo post COVID-19*

²²FOROOHAR, Rana. «It is time for a new Bretton Woods», *Financial Times*. 18 de abril de 2022.

FOURIEZOS, Nick. «Janet Yellen's message to the world: There can be no 'sitting on the fence' on Russia». *New Atlanticist*. Atlantic Council, 13 de abril de 2022. Disponible en: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/janet-yellens-message-to-the-world-there-can-be-no-sitting-on-the-fence-on-russia/>

²³Cfr. YELLEN, Janet L. «Remarks from Secretary of the Treasury Janet L. Yellen on Digital Assets». Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 7 de abril de 2022. Disponible en: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0706>