



Universidad de Jaén
Facultad de Ciencias Sociales
y Jurídicas

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

Alumno: José Ramón Cobo-Reyes López

Diciembre, 2017

ÍNDICE:

1.-INTRODUCCIÓN	5
2.- EL PATRÓN ORO	6
2.1.- ¿POR QUÉ EL ORO?.....	6
2.2.- TIPOS DE PATRÓN ORO.....	7
2.2.1.- El patrón oro.....	7
2.2.2.- El patrón lingote	10
2.2.3.- El patrón cambio	10
3.- ABANDONO INTERMITENTE DEL PATRÓN ORO	11
3.1.-EL ASSIGNAT Y LA REVOLUCIÓN FRANCESA	11
3.2.- GREENBACK Y GREYBACK	15
3.3.- LA HIPERINFLACIÓN EN LA REPÚBLICA DE WEIMAR	16
4.-LOS ACUERDOS DE BRETTON WOODS.....	17
4.1.- BRETTON WOODS PRECONVERTIBLE.....	19
4.2.- BRETTON WOODS CONVERTIBLE.....	20
5.-LA MONEDA FIDUCIARIA	22
5.1.-PACTO SMITHSONIANO	22
5.2.- LAS REGLAS DE JAMAICA	24
5.2.1.- La legalización de la flotación de monedas	24
5.2.2.-La reducción de la función del oro en el Sistema Monetario Internacional	24
5.2.3.- Establecimiento de los Derechos Especiales de Giro como principal activo de reserva del FMI.....	25
5.2.4.-Crítica a las reglas de Jamaica	25
5.3.- TIPO DE CAMBIO.....	26

5.3.1.-Factores que determinan el tipo de cambio	26
5.3.2.-Régimen de libre flotación	27
5.3.3.-Régimen de tasa fija controlada	27
5.4.- LA CREACIÓN DEL DINERO BANCARIO	29
5.5.- LA MONETIZACIÓN DE LA DEUDA	30
5.5.1.-La Quantitative Easing en Estados Unidos	32
5.5.2.-La Quantitative Easing en Europa.....	34
5.5.3.-Crisis inflacionaria en Zimababue	36
5.6.- LA DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR.....	37
5.6.1.- Diferencial oro-dólar	38
5.6.2.- Evolución de la deuda	39
5.6.3.-Déficit de Estados Unidos	40
5.6.4.- Balance de la Reserva Federal	41
5.6.5.- Inflación acumulada	43
6.- COMPARACIÓN ENTRE SISTEMAS	45
6.1.-INFLACIÓN	46
6.2.- PIB PER CÁPITA.....	47
6.3.- CRECIMIENTO DE LA MASA MONETARIA	49
6.4.- TIPO DE INTERÉS	51
6.5.- TIPO DE CAMBIO.....	54
7.-CONCLUSIONES.....	56
8.-BIBLIOGRAFÍA.....	57

RESUMEN

Este Trabajo de Fin de Grado (TFG) tiene el objetivo de estudiar la evolución del Sistema Monetario Internacional. Se pretende analizar los distintos patrones que han existido, desde el patrón oro hasta la moneda fiduciaria en la actualidad. Además, se realizará un estudio de distintos indicadores económicos durante la vigencia de cada patrón monetario, tratando de conocer que efectos tiene en la economía.

El trabajo comenzará analizando los tipos de patrón oro para posteriormente conocer distintos acontecimientos que interrumpieron el patrón oro. Se analizará el sistema que se aplicó por los acuerdos de Bretton Woods, su evolución y su desenlace. A continuación se estudiarán las reglas de Jamaica y el sistema monetario actual, sus consecuencias y la evolución del dólar y la economía estadounidense. Por último, se compararán los distintos patrones por medio de los indicadores económicos entre 1891 y 1989.

SUMMARY

This Final Project aims to analyze the evolution of the International Monetary System. We are going to analyze the different standards which have been, since the gold standard until the fiduciary money nowadays. Furthermore, we will make a study about the different economic indicators during the validity of each monetary standard, trying to find out their influence in the economy.

The Project will begin analyzing the different gold standard, and then we will know the different happenings that interrupted the gold standard. We will study the Bretton Woods Monetary System, its evolution and ending. Later, we will know the Jamaica rules and the current monetary system, the consequences and the development of the dollar and the American economy. Finally, we will compare the different standards through the economic indicators between 1891 and 1989.

1.-INTRODUCCIÓN

Este estudio nace debido a la curiosidad que despierta que las principales herramientas para impulsar la economía durante la crisis actual nacen de los bancos centrales. Partiendo de ello, surge la necesidad de conocer los distintos sistemas monetarios a lo largo de nuestra historia, y qué responsabilidad han tenido en el desarrollo de la economía.

Este trabajo se inicia conociendo el patrón monetario original, que es el patrón oro, tratando de introducirlo y conocer sus características básicas, cómo ha funcionado a lo largo del tiempo y por qué ha sido el oro utilizado de forma generalizada y no consensuada a lo largo de la historia y a lo largo de la geografía de nuestro planeta. Se estudiarán los tres tipos de patrón oro utilizados, el patrón oro, el patrón lingote y el patrón cambio. Una vez hecha esta aproximación, se conocerán distintos momentos en la historia donde se interrumpió el patrón oro. Empezaremos por el *assignat* emitido durante la Revolución Francesa, que finalmente desembocaría en la llegada de Napoleón al poder y a la reinstauración del patrón oro. A continuación conoceremos la historia monetaria durante la Guerra Civil de Estados Unidos, ya que los dos bandos acabaron con el patrón oro para financiar los gastos de la guerra. Por último, estudiaremos la hiperinflación alemana en el período de entreguerras, que llevó a instantáneas históricas como niños jugando con castillos de fajos de dinero. En estos tres ejemplos se comprueba cómo el abandono del patrón se produce con el objetivo de financiar un aumento (más o menos justificado) del gasto público, y que acaba haciendo que la moneda y por ende el ahorro de los ciudadanos pierda valor

El siguiente tema que trataremos serán los acuerdos de Bretton Woods, que fueron decisivos para la creación del Sistema Monetario actual. Este sistema estableció un patrón dólar, por el cual esta moneda tenía un tipo de cambio fijo con el oro, y eran las demás monedas las que cotizaban respecto al dólar. Se divide este período en dos etapas, la preconvertible y la convertible. En la etapa preconvertible únicamente se podía convertir el dólar americano en oro, y se convirtió en divisa de reserva mundial. Sin embargo, nuevamente el descontrol de las finanzas provocó que la cotización oro-dólar no fuera realista, y por tanto el resto de las divisas, que se valoraban respecto al dólar, tuvieran una valoración irreal. Por ello se utilizó como reserva cada vez más el oro en vez del dólar, y otros países declararon su divisa convertible al oro.

Finalmente, llegamos a la creación del Sistema Monetario actual, que nació del Pacto Smithsoniano y las Reglas de Jamaica, en las que tuvo una participación decisiva el Fondo

Monetario Internacional. En este sistema se estableció el dinero fiduciario, por el cual la moneda no tendría una contraparte directa como antes era el oro. Además, se establecerá un sistema de tipos de cambio flotantes, que consiste en que las monedas cotizarán libremente unas respecto a otras, sin que venga este valor prefijado por sus reservas de oro o por compromisos entre países.

Una vez acabado el estudio histórico, se trata de entender los efectos que ha tenido el sistema actual, para conocer si ha favorecido la creación de desequilibrios o ha permitido crear un sistema económico más robusto. Se realizará un acercamiento al sistema de libre flotación estudiando el sistema de tipo de cambio y los factores que lo determinan para tratar de entenderlo mejor, además de la creación del dinero bancario y un fenómeno que ha sido causa de grandes desastres económicos, que es la monetización de la deuda. Estos son fenómenos que son favorecidos por el dinero fiduciario, y conoceremos con qué objetivo se realizan y las consecuencias que han tenido. Después de esto, conoceremos los efectos que ha tenido en el dólar estadounidense, conociendo la evolución del diferencial oro-dólar, si ha tenido algún efecto en el sector público conociendo el déficit y la deuda, la inflación acumulada y la depreciación sostenida en el tiempo que ha sufrido el dólar y el balance de la Reserva Federal.

Por último, se comparará los distintos períodos en que se divide el tramo de 1881 a 1989 para conocer los efectos que tienen el patrón establecido en los indicadores económicos de las principales economías del mundo. Se utilizarán los siguientes indicadores: PIB per cápita, inflación, tipo de cambio, tipo de interés y crecimiento de la masa monetaria. Ello se realizará con el objetivo de conocer que patrón permite un sistema económico más estable y más próspero, además de conocer empíricamente que efectos tiene en la economía cada patrón y poder saber en qué momento de la economía puede favorecer seguir un camino u otro.

2.- EL PATRÓN ORO

2.1.- ¿POR QUÉ EL ORO?

El oro ha sido el medio de pago principal por los seres humanos desde aproximadamente el año 650 a.C., en que los lidios lo utilizaron para acuñar moneda, hasta el año 1971 en el que se abandonó el patrón oro-dólar. Por tanto, no puede ser casualidad de que se utilizara el mismo metal por diferentes sociedades, que en aquel entonces no estaban en contacto, para el mismo fin. Por ello a continuación se va a explicar que es lo que hacía a estos pueblos emplear el oro como dinero.

El dinero siempre ha cumplido una doble función: medio de pago y reserva de valor. La primera función la puede cumplir prácticamente cualquier elemento siempre que medie la confianza suficiente, como actualmente podemos ver con las tarjetas de crédito, papel moneda etc. Sin embargo, la segunda función, que es la reserva de valor, solo la cumplen unos determinados elementos.

Para ser utilizado como dinero, el elemento en cuestión debe ser estable y no degradable en el tiempo. Por otro lado, debe ser un medio fácilmente transportable y no excesivamente pesado. También debiera ser lo suficientemente escaso como para ser apreciado, pero no excesivamente escaso como para que no pudiera tener un uso generalizado por la sociedad (por ejemplo los diamantes). Por otra parte, debía ser dúctil y manejable, para poder ser acuñado en monedas y otras formas, sin que además perdiera demasiada masa. Además, el oro por su belleza intrínseca también suponía un elemento con valor intrínseco, ya que también ha tenido un uso ornamental generalizado.

Estas son las cuestiones que han hecho que el oro haya sido utilizado como medio de pago generalizado durante nuestra historia, solo ensombrecido en parte por la plata, cuyo defecto como elemento es que se oxida fácilmente. Este hecho no ha evitado que sea usado junto al oro incluso en acuñaciones mezclando ambos metales.

2.2.-TIPOS DE PATRÓN ORO

El oro ha tenido distintas aplicaciones en los sistemas monetarios a lo largo de la historia, cada una con una función distinta. Por ello podemos distinguir entre tres tipos de patrón oro distinto: el patrón oro clásico, el patrón lingote y el patrón cambio, cuya aplicación más famosa fue durante el acuerdo de Bretton Woods.

2.2.1.-El patrón oro

El patrón oro ha tenido numerosas aplicaciones a lo largo de la historia. En su estado más primigenio, la moneda era directamente acuñada en oro, y su valor tenía una relación proporcional con la cantidad de oro que hubiera en ella. Posteriormente, con la técnica más avanzada, se hicieron acuñaciones mezclando oro y plata, siguiendo la misma relación anteriormente mencionada.

Esto es lo que se conoce como patrón oro clásico, y fue el sistema monetario con una aplicación más prolongada en la historia de la humanidad. Este sistema propiciaba que los

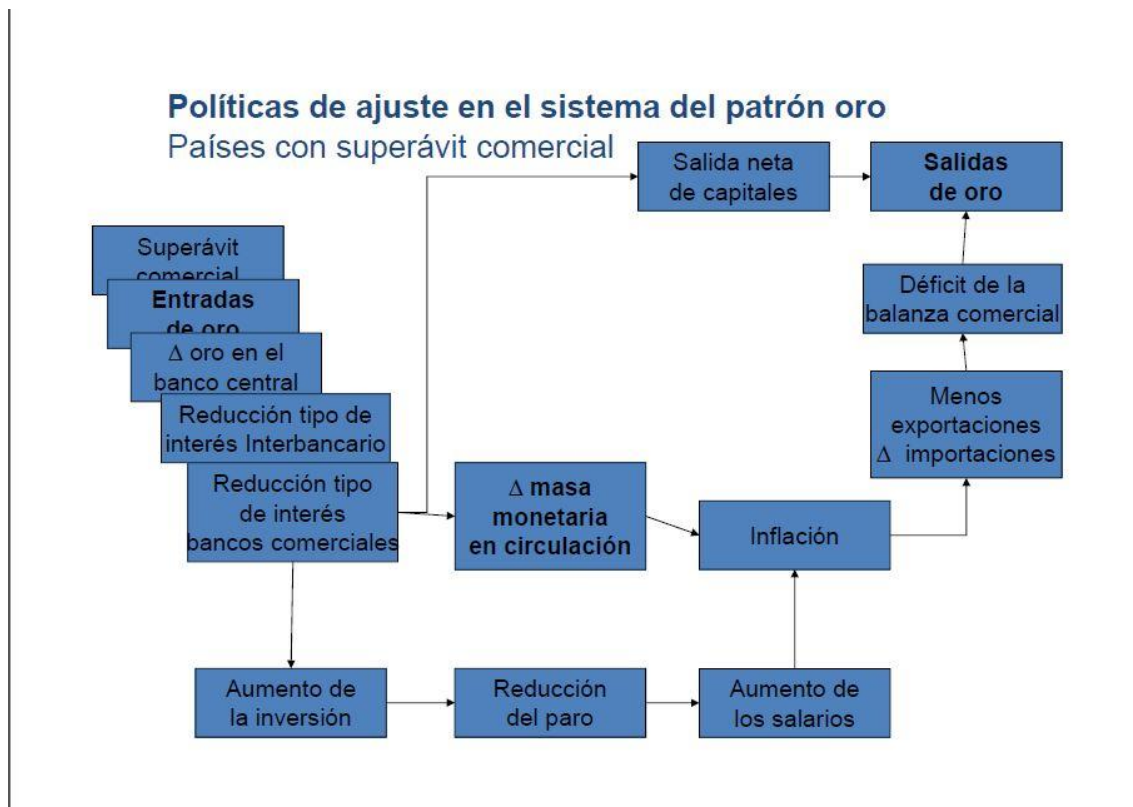
tipos de cambio fueran fijos, ya que el valor de la moneda tenía una relación directa con la cantidad de metal precioso que contenía. De este modo la relación entre monedas no dependía de los diseños de los bancos centrales o los políticos, y por ello había una mayor estabilidad.

Por ejemplo, si en su momento definimos la moneda A con una veinteava onza de oro, y la moneda B como un cuarto de onza de oro, supone que 5 monedas A equivalen a una moneda B debido a la relación de ambas con oro.

Por tanto, el oro es un medio de pago de deudas e impuestos, y por tanto de libre circulación. Por ello las reservas de oro de un país dependían del comercio internacional, ya que crecían cuanto más se exportaba, ya que se pagaban esas exportaciones en oro, o se devaluaban debido a un aumento de las importaciones. Este fue uno de los argumentos que más animaron al proteccionismo, puesto que si un país importaba poco y exportaba mucho, vería incrementada su riqueza y sus reservas de oro, mientras que si sucedía al revés generaba el efecto contrario. Este suceso da lugar a lo que David Hume llamó el mecanismo de flujo de especie, que consistía en que si un país se encontraba con una balanza comercial positiva, esto generaría un incremento en sus reservas de oro, lo que haría aumentar la riqueza de sus ciudadanos y posteriormente provocaría inflación en dicho país. Debido a que con la inflación sus precios suben, deja de ser competitivo, exporta menos y empieza a importar, llegando a la situación original. En el caso contrario, un país que tiene una balanza comercial negativa verá reducida sus reservas de oro, lo que supondría un empobrecimiento de sus ciudadanos y la deflación. Con la deflación sus precios bajarían, serían más competitivos y exportaría más e importaría menos, lo que supondría volver a la situación original (López Zafra, J.M., 2014).

Este mecanismo se ve resumido en los siguientes cuadros:

Cuadro 1. Políticas de ajuste en el sistema del patrón oro.



Fuente: Universidad de Alicante

En definitiva, este sistema ofrece una gran estabilidad a la moneda, unos tipos de cambio fijo y una mayor estabilidad de precios.

Sin embargo, como inconveniente está la obligación de mantener un equilibrio de la balanza comercial y un estímulo para el proteccionismo para evitar una pérdida de reservas de oro.

2.2.2.- El patrón lingote

El siguiente patrón que se utilizó fue el patrón lingote, o bullionismo¹. Este consistía en que el banco conservaba en su caja una determinada cantidad de oro en lingotes y expedía papel por su equivalente. Esta labor normalmente estaba centralizada en los bancos centrales. Esta es un patrón oro más económico que el anterior, y fue el germen de nuestro actual sistema financiero, ya que los bancos podían conceder más papel que la cantidad de lingotes que había en la caja y permitir la creación del dinero bancario. Además, también supuso el nacimiento de los billetes tal y como hoy los conocemos.

A diferencia del patrón oro clásico, en este sistema el tipo de cambio de la moneda sí que estaba centralizado y podía ser cambiado por el gobernador del banco central o por el político de turno, puesto que podía reducir² el coeficiente de caja que suponía la contrapartida del papel moneda.

Este sistema se mantuvo más o menos vigente, ya que excepcionalmente algunos países lo abandonaron durante las 2 guerras mundiales y en la posguerra de la Primera Guerra Mundial, hasta el año 1944 en el que se firmaron los acuerdos de Bretton Woods.

Este patrón tenía como principal beneficio un mayor control de la política monetaria, ya que permitía el aumento o reducción de la masa monetaria, no como en el patrón oro clásico al depender de las reservas de oro de un país.

Sin embargo, suponía un menor control de la inflación y una menor estabilidad de la moneda.

2.2.3.-El patrón cambio

Tras este patrón, llegamos al año 1944 en el que se toman los acuerdos de Bretton Woods. Este acuerdo ligaba una moneda de forma directa al patrón oro, que era el dólar, con la que

¹ Por la palabra en inglés referida al lingote: *bullion*

² Véase como siempre que hablo del poder de modificar el tipo de cambio por una persona siempre hablo de reducirlo o devaluarlo, y es que la historia económica ha demostrado como se ha acostumbrado a devaluar la moneda cuando alguien ha tenido el poder para hacerlo, o reducir el coeficiente de caja o expedir mayor masa monetaria.

mantenía un tipo de cambio fijo, y las demás monedas fijaban su paridad respecto al dólar. Esto permitía a cualquier país poder garantizar sus deudas directamente en oro, puesto que contaban con la paridad respecto al dólar y este si contaba con una contraprestación en oro. Este sistema posibilitó la generalización del dólar como medio de pago internacional debido a su seguridad y estabilidad, hecho que llega hasta nuestros días, siendo el dólar la divisa más utilizada globalmente para operaciones internacionales.

Finalmente, el dólar abandonó su paridad respecto al oro en el año 1971, cuando Richard Nixon decidió eliminar el patrón oro para permitirse una expansión del gasto público y una devaluación del dólar³, y estableció el sistema actual que dura hasta nuestros días y que es el período más longevo en la historia sin utilizar el patrón oro.

3.-ABANDONOS INTERMITENTES DEL PATRÓN ORO

A lo largo de la historia ha habido intentos de dejar el patrón oro principalmente durante guerras y durante crisis fiscales y de deuda, para aliviar las maltrechas arcas públicas. Algunos de los casos más importantes de la historia serán comentados más adelante.

3.1.-EL ASSIGNAT Y LA REVOLUCIÓN FRANCESA

El primer caso lo obtenemos en uno de los hechos más importantes de la Historia, la Revolución Francesa. Después de alzarse en el año 1789, los nuevos gobernantes tuvieron que enfrentar una gran crisis fiscal y de deuda. Como resultado de sus promesas, el pueblo tenía la esperanza de pagar menos impuestos, o incluso de no pagar impuestos al nuevo Gobierno, además de obtener subsidios como era el destinado a la compra de la hogaza de pan. Sin embargo, se dieron de bruces con la realidad, afrontando una crisis fiscal y de deuda enorme.

Hubiera sido coherente con el movimiento haber declarado como odiosa la deuda contraída por la Corona francesa. Sin embargo, la Revolución ya se había ganado la enemistad de la mayoría de casas reales de Europa, y sería difícil enfrentarse a su vez a los prestamistas y banqueros (Scott Trask, H.A., 2013).

Por tanto, decidieron una opción que se ha dado más veces en la Historia, como fue la confiscación de las propiedades de la Iglesia. A la Iglesia en aquella época se le acusaba de no tener derecho a esas propiedades y que no cumplían una función social, como pronto pasaría en España. Con la confiscación de las propiedades de la Iglesia el nuevo gobierno

³ Otro ejemplo de, como ya se mencionó en la anterior nota a pie de página, una autoridad toma el control sobre la divisa para devaluarla.

revolucionario tenía una oportunidad de equilibrar su balanza fiscal, sin embargo se enfrentaba a un nuevo problema, y es que no había suficiente riqueza en Francia como para llevar a cabo una operación de compra con metales preciosos (oro y plata) por el valor de dichas propiedades, y si pusieran todas a la venta a la vez por la propia ley de la oferta y la demanda tendrían una depreciación que no se podían permitir.

La solución se tomó, no sin detractores en la Asamblea como Jaques Necker⁴, con la emisión de asignados⁵, un papel moneda cuya salvaguarda era el valor de los terrenos confiscados a la Iglesia. Con la primera emisión se consiguió mejorar las finanzas francesas y su situación fiscal, mejoró el comercio por la inundación de liquidez y se redujo el déficit, además de no sufrir una gran depreciación de este papel moneda que era el mayor temor de muchos. La primera emisión fue de 400 millones de libras y estaba respaldada por terrenos por valor de 2000 millones de libras, además de ofrecer un 5% de interés y ser convertibles en oro. Los *assignats* fueron permitidos para pagar deudas, pagar impuestos y para el comercio interno del país, ya que en el comercio exterior los países extranjeros requerían oro y plata (López Zafra, J. M., 2014).

A los 6 meses el gobierno francés se encontraba en la situación de partida, ya que había agotado hasta el último ingreso obtenido a través de los *assignats*. Por tanto decidió realizar otra emisión para repetir la experiencia que tanto éxito había reportado 6 meses antes. Esta vez se realizó una emisión de 400 millones de libras y esta vez sin rendir interés alguno. Como promesa para evitar la depreciación se comprometieron a destruir los *assignats* que fueran devueltos a las arcas francesas, cosa que no sucedió y fueron devueltos a la circulación en billetes más pequeños. Esta segunda emisión fue un fracaso, provocando la depreciación del *assignat* y por tanto la pérdida de poder adquisitivo de las clases populares.

Ante esta situación, las monedas de oro y plata desaparecieron del curso comercial, ya que sus poseedores ante esta situación preferían protegerse mediante su ahorro, un fenómeno muy frecuente en estas situaciones que recibe el nombre de *backwardation*⁶ en el mercado de futuros.

⁴ Jaques Necker(1732-1804) fue el encargado de las Finanzas en Francia en 3 períodos distintos; 1776,1788 y 1789.

⁵ *Assignats* en francés.

⁶ Fenómeno económico por el cual el precio actual de un bien es superior a su valor en el mercado de futuros (Self Bank, 2017).

Después de esta segunda emisión, vinieron sucesivas más. En la siguiente tabla se encuentran todas las emisiones, y como se puede comprobar tras la 4ª emisión la cantidad de *assignats* ya superaba el valor de las tierras que los salvaguardaban.

Cuadro 2. Emisión de *assignats* (millones de *assignats*).

Fecha	Emisión	Acumulado
Dic 1789	400	400
Mar 1790	400	800
Sep 1790	800	1.600
May 1791	600	2.200
Dic 1791	300	2.500
1792	1.000	3.500
1793	3.500	7.000
1794	3.000	10.000
1795	20.000	30.000
1796	15.000	45.000

Fuente: López Zafra, J. M. (2014, pág. 77). *Elaboración propia*.

Estas emisiones provocaron el colapso de la economía francesa. Los agricultores no mandaban sus cosechas al comercio, sino para consumo propio o comerciaban por medio de trueques. Se confiscaron las propiedades de los *emigrés*⁷, posteriormente se le confiscaron las propiedades a los que se consideraban traidores del país, la prohibición de exportar metales preciosos, se cerró la bolsa de París, y, con el inicio del período conocido como el Terror, la pena de muerte por utilizar moneda física en vez de *assignats*. También se tomaron medidas que se pueden ver hoy día en países con una inflación desbocada, como Venezuela, como es la imposición del precio máximo al grano, que supuso el desabastecimiento total de Francia, y la confiscación del oro y la plata al pueblo posteriormente.

El valor del *assignat* cayó en picado, y con él todos los beneficios que produjo su primera emisión, siendo su evolución la mostrada en el cuadro 3, calculada por el economista francés Alain Grandjean.

⁷ Personas que abandonaban Francia para evitar ser arrestados o asesinados.

Cuadro 3. Devaluación del *assignat*.

Fecha, final del año	Valor real para un facial de cien libras
1789	100
1790	90
1791	75
1792	65
1793	50
1794	30
1795	5
1796	0

Fuente: López Zafra, J. M., (2014, pág. 79). *Elaboración propia*.

Su efecto en los precios fue tal que entre 1790 y 1795 estos productos tuvieron la siguiente evolución:

Cuadro 4. Evolución de precios 1790-1795.

Producto	Precio en francos, 1790	Precio en francos, 1795
Zapatos	5	200
Harina	2	225
Gorras	14	500

Fuente: López Zafra, J. M., (2014, págs. 77-79). *Elaboración propia*.

Este caos hizo que el Gobierno tuviera que quemar la plancha en la que hacían los *assignats* y se crearon los *mandats*⁸, que tenían como garantía una serie de tierras del Estado. Los *mandats* fueron un completo desastre y antes de su emisión su valor ya había caído al 65% de su valor facial⁹ y 6 meses después de su emisión solo valían el 3%.

Estos sucesos provocaron que Napoleón Bonaparte pudiera erigirse como mandatario en Francia, volvió a instaurar el patrón oro y la promesa de pagar al ejército, funcionarios y las deudas en moneda metálica.

⁸ O mandatos territoriales.

⁹ El que asigna la casa de impresión.

Finalmente, se cumplió la máxima que expuso Voltaire: “*Una moneda de papel, basada solo en la confianza del Gobierno que la imprime, acaba siempre volviendo a su valor intrínseco, es decir, cero*”.

3.2.-GREENBACK Y GREYBACK

Durante la Guerra Civil americana, tanto el bando del norte como el del sur tuvieron que emitir moneda para poder financiar el aumento del gasto público que supone una guerra. En el caso del bando comandado por Abraham Lincoln, se emitiría un nuevo billete denominado *greenback*¹⁰. Cada *greenback* tuvo un valor de entre 35 y 65 centavos de oro, y se emitieron 450 millones de dólares. No eran convertibles en oro, no eran válidos para el exterior, pero era perfectamente legal en transacciones interiores.

En 1863 Lincoln necesitaba más dinero para ganar la guerra, y por ello permitió que los bancos pudieran emitir moneda contra deuda emitida por el Estado por medio de la *National Banking Act*. Al final la contienda se resolvió a favor de el bando de Lincoln y, a diferencia de los *assignats*, en vez de hacer esta medida permanente y realizar sucesivas emisiones, cuando acabó la guerra se procedió a la retirada de los *greenbacks* de circulación, volviendo a la moneda metálica. Esta retirada se hizo de forma ordenada, ya que los *greenbacks* provocaban una inflación deseada para pagar las deudas bélicas. Se comprometió a dejar en circulación 356 millones de dólares¹¹ y se garantizó su convertibilidad en oro. La contracción monetaria se hizo de forma paulatina hasta 1886, pasando de 1.800 millones de dólares y 50,46 dólares por persona en 1866 a 400 millones de dólares y 6,67 dólares por persona en 1886. Además su cotización se revalorizó llegando en 1879 a la paridad con el dólar oro, pasando de 138 dólares *greenbacks* por 100 dólares de oro en 1868 a 101,1 dólares *greenbacks* por 100 dólares de oro 10 años más tarde. Como apunte, hay que resaltar que a pesar de que el gobierno federal se encontrara en superávit durante varios años después del conflicto, no podía pagar la deuda puesto que pagarla suponía eliminar oferta monetaria y reducir la inflación, ya que dejarían sin contraparte a los billetes emitidos por los bancos (Lopez Zafra, J.M., 2014).

En el otro bando se emitieron los *greybacks* con peor fortuna que los *greenbacks*. Estos sufrieron una mayor depreciación y prácticamente no valían nada al final de la guerra. Al principio, sin embargo, eran un producto muy rentable debido a que su posesión permitía

¹⁰ Se llamaban así porque tenían tinta verde en el reverso, en vez de la tinta dorada de los anteriores.

¹¹ Contraction Act, de abril de 1866.

comprar algodón al precio de antes de la guerra, y esta materia sufrió una gran revalorización durante la contienda, pasando de 12 centavos a 48 centavos. Sin embargo, los sureños realizaron una maniobra que provocó un desastre económico para sus regiones, que fue la restricción de la oferta de algodón a Inglaterra para intentar forzar el favor de esta durante la guerra. Sin embargo, los ingleses buscaron otros proveedores en la India, y el sur tuvo una ola de desempleo y pobreza que se conoció como el hambre del algodón. Junto a esto, se unió la caída de Nueva Orleans y la práctica imposibilidad de poder exportar algodón al necesitarse sortear bloqueos en los puertos de entrada y salida. Finalmente, la puntilla se dio cuando se desmintió el rumor de que la Unión pagaría la deuda de los dos bandos, si no que si el bando norteño ganaba, que era lo esperado, declararían odiosa la deuda contraída por los sureños. Por tanto los *greybacks* no tenían prácticamente valor al final de la contienda.

3.3.-LA HIPERINFLACIÓN EN LA REPÚBLICA DE WEIMAR

Quizá sea el ejemplo más famoso de hiperinflación de la historia, ya que la foto de los niños jugando con montañas de dinero se hizo famosa en el mundo entero. Esta situación la sufrió Alemania después de la Primera Guerra Mundial, también conocida como Gran Guerra. Como en otros casos ya comentados, un conflicto bélico provoca la



necesidad de recursos públicos y el gobierno decide emitir moneda sin respaldo en oro. Esto hizo que convivieran el *Reichmark* (marco alemán convertible en oro) con el *Papiermark*, papel moneda no convertible en oro. Aunque la hiperinflación surgió en 1922, el descontrol llegó unos años antes, ya que los gastos bélicos se financiaron a base de deuda, y esta fue monetizada. La deuda en Alemania pasó de 5.200 millones de *Papiermarks* en 1914 a 105.300 millones en 1918, y la cantidad de estos pasó de 5.900 millones a 32.900 millones.

Después de la guerra se impusieron además una serie de indemnizaciones a los países vencedores por un total de 132.000 millones de marcos de oro. Este hecho hizo que, para pagar sus deudas, tuvieran que enviar sus marcos de oro a los países vecinos, dejando para su interior el *Papiermark* cada vez más devaluado. Además, los países acreedores reclamaban más celeridad a Alemania, que solo podía hacer frente a estos compromisos mediante la emisión de más y más *Papiermarks*. Estas emisiones no solo iban destinadas a las

reparaciones de guerra, sino que también tenía que hacer frente a numerosos desequilibrios internos, como era la pérdida de un 10% de población y un 11% de territorio como consecuencia de la guerra, y una merma de su capacidad productiva.

Las clases populares solo podían ahorrar en *Papermarks*, ya que la compra de divisa extranjera y de metales preciosos estaba concentrada en el Estado para pagar las reparaciones de guerra, por lo que los ciudadanos germanos sufrieron una gran pobreza ya que apenas podían tener materiales que pudieran servir como ahorro (joyas, cuadros etc.). En 1922 los aliados solo aceptaban como pago materias primas (leña, carbón etc.) al percatarse de la devaluación del marco alemán, y en 1923 tropas francesas y belgas invaden la cuenca del Ruhr para presionar al gobierno a pagar sus compromisos. El gobierno ordena a los trabajadores a desobedecer a los invasores, prometiéndoles pagar sus salarios durante la huelga, que se hizo mediante emisión de *Papiermarks*. A partir de mayo las emisiones se descontrolaron, pasando de 8.610 millones en abril a 669.703 millones en agosto, llegando a los 400 millones de billones, es decir, 400.000.000.000.000.000.000 en noviembre de 1923. Los precios de venta al por mayor crecieron 18.000.000.000.000, y se podrían haber comprado 500.000 millones de huevos en 1918 por lo que se podía comprar 1 en 1923. A lo largo de noviembre de 1923, el tipo de cambio del *Papiermark* respecto al dólar americano se había depreciado un 8.900.000.000.000%. El efecto en el empleo fue salvaje, ya que entre 1919 y 1922 el desempleo nunca superó el 4,1%, mientras que en 1923 se pasó al 19,1% en octubre, 23,4% en noviembre y 28,2% en diciembre (Polleit, T., 2013).

El final de esta época llegó con la emisión de una nueva moneda por parte del Banco Central alemán, el *Rentenmark*, que si tenía un contravalor. Para ello se hipotecaron tierras y propiedades de Alemania por valor de 3.200 millones de dólares. Un *Rentenmark* se podía cambiar por 1 billón de *Papiermarks*, y a su vez por 4,2 dólares americanos, dando lugar al fin de la hiperinflación.

Como se puede observar, en esta ocasión, al igual que con los *assignats* y los *greybacks*, el valor del papel moneda acabó en prácticamente 0, y con el empobrecimiento de las clases populares, que no pueden acceder a otras vías de ahorro que no sea el dinero en circulación.

4.-BRETTON WOODS

Durante el final de la Segunda Guerra Mundial, en julio de 1944, se reunieron en el Hotel Mount de Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, 44 países dispuestos a elaborar un

nuevo sistema monetario. Es lógico que se celebrara en Estados Unidos puesto que, como se ha dicho anteriormente, se celebró durante la Segunda Guerra Mundial, por lo que Europa no podía ser sede de dicho encuentro.

Sobre la mesa se encontraban 2 propuestas, una de John Maynard Keynes por parte del Reino Unido, y otra de Harry Dexter White por parte de los estadounidenses (Ghizoni, S. K.).

La propuesta británica consistía en 2 pilares:

- Crear el Bancor, una moneda mundial convertible en moneda local a cambio de un tipo fijo, y que estaría vinculada a las divisas más fuertes
- Crear un organismo internacional, llamado International Clearing Union (ICU), que se encargaría de emitir Bancor e interferir en el mercado para que se mantuvieran las balanzas comerciales equilibradas¹².

Por otra parte, la propuesta americana se basaba en otros pilares, que sería la que se hiciera efectiva posteriormente:

- Sustituir el patrón oro por un patrón dólar, y es que durante la campaña bélica la mayoría de países europeos habían gastado la mayor parte de sus reservas de oro para financiar sus ejércitos. Por ello, era inviable en dicho momento poder optar por un patrón oro, puesto que las monedas europeas no podrían afrontar su conversión, y por tanto habría o bien una crisis de liquidez en Europa en el peor momento, que sería para la reconstrucción de los países, o bien que no hubiera crisis de liquidez si no que la moneda estuviese muy devaluada, lo que haría muy difícil importar y generar comercio internacional. Por ello se decidió que el dólar sería convertible con el oro, a un tipo fijo de 35\$ por onza de oro, y los demás países podían tener reservas de dólares que eran convertibles en oro. A la vez, Estados Unidos se convertía en el guardián del sistema, al ser responsable de emitir dólares basados en deudas para salvaguardar el sistema.
- Creación del Fondo Monetario Internacional (FMI), que se encargaría de garantizar el buen rumbo de la economía mundial para evitar que se produjera una segunda Gran Depresión.
- Creación del Banco Mundial, que en sus inicios se llamaba Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo, que era el encargado de facilitar la financiación a los países

¹² En un sistema con patrón oro de ello se encargaba el mecanismo de flujo de especie, como ya se vio anteriormente.

que estaban destruidos por la Segunda Guerra Mundial, y necesitaban reconstruirse. Posteriormente ha ido aumentando su radio de acción hacia los países en vías de desarrollo, ya que el Banco Mundial y el FMI siguen vigentes en la actualidad.

- Creación de la Organización Mundial del Comercio, que no se consiguió en los acuerdos de Bretton Woods, pero que se fundó posteriormente en 1948. Su objetivo era evitar que los países en reconstrucción siguieran la misma estrategia que en la Gran Depresión y se volvieran proteccionistas, suceso que agravó la crisis.

4.1.-BRETTON WOODS PRECONVERTIBLE

Llamado así debido a que nos encontramos en un sistema en el que un país se encarga de tener un tipo fijo con el oro, que era Estados Unidos y su cambio de 35\$ por onza de oro, y los demás países podían tener reservas tanto en oro como en dólares, sin que sus divisas sean directamente convertibles en oro. Por ello, el dólar pasa a ser la divisa de reserva mundial.

El primer problema al que se enfrenta el nuevo sistema es el Reino Unido, debido a que se encuentra en una posición deudora frente a EEUU debido a deudas de guerra, y sin reservas de libras esterlinas (inferiores a 300 millones), por lo que se encontraba en una situación precaria. Para evitar un problema mayor, Estados Unidos concedió un préstamo de 3.750 millones de dólares a cambio de aceptar la convertibilidad de 1 dólar por 4.03 libras. Esta convertibilidad se suspendió en un mes.

En junio de 1950, Europa sigue los pasos de Keynes¹³, y para mejorar su balanza de pagos respecto a EEUU, se crea la Unión Europea de Pagos (a partir de ahora UEP).

Gracias a la UEP, la posición de Europa en el comercio internacional mejora tanto que llega a tener una balanza comercial positiva respecto a EEUU, mejoraron el comercio entre sus miembros y mejorar sus reservas de divisas rápidamente.

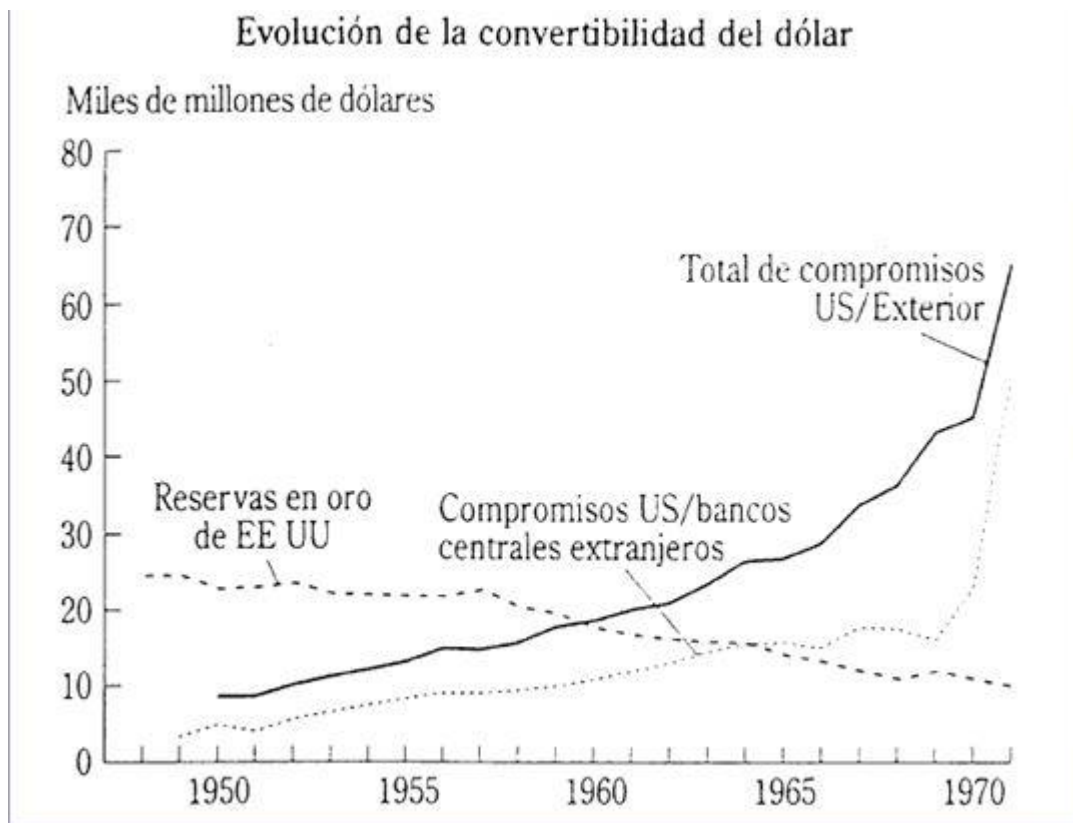
En 1959 se acaba la etapa conocida como preconvertible, y es que a partir de este año el Comunidad Económica Europea (CEE)¹⁴, Gran Bretaña, Suecia e Irlanda declaran sus monedas convertibles en oro. Con ello la UEP es disuelta (Arenas Rosales, R., 2005).

¹³ No hay que olvidar que entre las medidas que propuso Keynes en Bretton Woods, se encontraba la creación de un mecanismo que mantuviera estables las balanzas comerciales

¹⁴ Estaba compuesta por aquel entonces por Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, y Países Bajos, y la convertibilidad de sus monedas la permitió el Acuerdo Monetario Europeo de 1958

Por otra parte, el dólar no era tan fuerte como debiera ser, pasándose entre 1948-1971 de unas reservas de oro de 24.000 millones de dólares a 10.000 millones de dólares, que en peso fue de 21,3 millones de kilogramos a 8,9 millones de kilogramos, mientras que las reservas de dólares pasaron de 3.000 millones a 50.000 millones. Por lo que existía presión sobre el dólar, y los países preferían tener reservas en oro que en dólares. Este deterioro de la divisa estadounidense se aprecia en el siguiente gráfico:

Gráfico 1. Evolución de la convertibilidad del dólar.



Fuente: *Universidad del País Vasco, Crisis de Bretton Woods.*

Por lo que vemos que la posición deudora de Estados Unidos con el resto del mundo empeoró desde 1950.

4.2.-BRETON WOODS CONVERTIBLE

Una vez se cuenta con numerosos países cuya moneda es convertible en oro y siguen este patrón, se crea el London Gold Pool en 1960.

Este fue un mercado con la intención de centralizar el mercado mundial del oro y así controlar su precio por parte de Estados Unidos, Alemania, Gran Bretaña, Francia, Italia, Bélgica, Países Bajos y Suiza. La participación en él era la siguiente:

- Estados Unidos, 50%, 120 toneladas (\$135.000 millones)
- Alemania, 11%, 27 toneladas (\$30.000 millones)
- Reino Unido, 9%, 22 toneladas (\$25.000 millones)
- Francia, 9%, 22 toneladas (\$25.000 millones)
- Italia, 9%, 22 toneladas (\$25.000 millones)
- Bélgica, 4%, 9 toneladas (\$10.000 millones)
- Países Bajos, 4%, 9 toneladas (\$10.000 millones)
- Suiza, 4%, 9 toneladas (\$10.000 millones)

El funcionamiento de este mercado consistía en vender reservas de oro cuando el precio del oro fuese alto, para aumentar la oferta y reducir su precio, y comprar reservas de oro cuando el precio fuese bajo para aumentar la demanda y aumentarlo.

En teoría, esto permitiría una estabilidad del precio fijado en Bretton Woods al cambio fijo de 35\$ por onza. Sin embargo, en 1965 empieza el colapso, y es que Estados Unidos no se podía permitir el cambio fijado para dar oro a cambio de dólares al resto de bancos centrales, puesto que se encontraba inmerso en la Guerra de Vietnam y no podía compensar las salidas de oro con entradas. Por ello, en 1967 Francia se retira del London Gold Pool, y retira sus reservas de oro que en ese momento eran de 3.000 millones de dólares. A esto le siguió la devaluación de la libra, que provocó otra espectacular subida del oro y por tanto, a pesar del intento de ayuda por parte de EEUU, la libra esterlina se devaluó un 14,3% ese año.

Tras esto, en 1968 se produjo la venta de 100 toneladas de oro por parte del Banco de Inglaterra, 25 veces más que un día normal, lo que produjo el envío de oro de Estados Unidos al mercado londinense para mantener el precio del oro estable. Pero el miércoles de la semana siguiente se vendieron 175 toneladas, y al día siguiente la demanda fue de 225 toneladas, por lo que Estados Unidos pidió el cierre del mercado, que mantuvo su cierre durante dos semanas. Durante ese tiempo, la cotización del oro en el resto de mercados era de 44\$ por onza de oro, hecho que provocó que el Congreso de USA revocara la obligación de respaldar la emisión de dólares con un 25% en oro. Debido al cierre del London Gold Pool, se creó el Zurich Gold Pool con la intención de ser el mercado global de oro (Oro y Finanzas, 2016).

El problema de mantener un libre mercado para el oro, con un tipo fijo para el dólar, provocó que cuando el precio del oro se alzara por encima del tipo fijo se pudiera hacer negocio beneficiándose de ese diferencial. Eso provocó el colapso del London Gold Pool, a pesar de que en él solo intervenían inversores estatales, y no particulares, y Estados Unidos amenazara con sanciones a aquellos países que negociaran posteriormente en el mercado. Finalmente el colapso se consolidó con la retirada de Alemania de su apoyo a Bretton Woods, vendiendo sus reservas de oro, al igual que Francia y Suiza, lo que provocó la caída del precio del dólar, que los tipos de cambio entre estas monedas y el dólar fuera fijado por el libre mercado, y la reducción de las reservas de oro estadounidenses a un nivel no visto desde 1938, provocando que Nixon revocara la convertibilidad oro-dólar que se había mantenido vigente desde 1944 de manera unilateral, dando lugar al sistema en el que nos encontramos hoy día. Cuando Nixon quebró la convertibilidad, el profesor Patrick Barron cifra que la convertibilidad real era de 400\$ por onza de oro, es decir, que el dólar había perdido un 90% del valor desde 1944 hasta 1971. Aunque no hagamos propias estas cifras, sí que sirve para poder observar la grave depreciación que sufrió el dólar y que provocó el colapso del sistema Bretton Woods y que provocó que el resto de países hicieran sus monedas convertibles (Lelart, M. ,1996).

5.-MONEDA FIDUCIARIA

5.1.-PACTO SMITHSONIANO

Posteriormente al derrumbe del sistema de Bretton Woods, los países del G-10¹⁵ se reúnen en el Instituto Smithsonian de Washington en diciembre de 1971 para realizar unos nuevos acuerdos en torno al Sistema Monetario. Las medidas que se toman son las siguientes:

- Devaluación del dólar hasta los 38 dólares por onza.
- Revaluación de las principales monedas europeas.
- Retirar la tasa a las importaciones que impuso Nixon al revocar la convertibilidad oro-dólar
- Establecer una banda de flotación del 1%, cambiando el sistema de libre flotación aparecido justo después del fin de la convertibilidad oro-dólar por uno de cambios centrales.

¹⁵ Es el grupo de países que accedieron a participar en el Acuerdo General de Préstamos, que eran los países miembros del FMI en ese momento (Japón, Bélgica, Canadá, Francia, Italia, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos) y los bancos centrales de Suecia y Alemania.

El cuadro 5 cuantifica el valor de la revaluación que sufrieron las monedas europeas respecto al dólar.

Cuadro 5. Revaluación de las principales monedas europeas.

Moneda	Revaluación respecto al dólar (%)
Marco alemán	13,6
Yen japonés	16,9
Franco belga	11,6
Lira italiana	7,5
Libra esterlina	8,6
Franco francés	8,6
Dólar canadiense	0,7

Fuente: *Arenas Rosales, R., (2005, pág. 70.). Elaboración propia.*

A pesar de que este acuerdo mientras estuvo vigente dotó de estabilidad y tranquilidad al sistema, al poco tiempo empezó a deteriorarse, y es que Gran Bretaña no pudo mantener el tipo de cambio y se retiró del acuerdo, por lo que la libra esterlina volvía a tener un sistema de libre flotación.

Posteriormente otros países se retiraron para evitar los flujos especulativos de capital, como Italia, que particularmente vivió una época de gran inestabilidad tanto política como económica.

Estos ataques contra el dólar provocaron que se acordara una nueva devaluación del dólar respecto al oro en el año 1973, que se realizó por consenso entre Francia, Alemania, Reino Unido y los propios Estados Unidos. Con esta devaluación la onza troy pasaba a valer 42\$. Es decir, en 2 años la convertibilidad oro-dólar oficial había pasado de 35\$ a 42\$, lo que viene siendo una devaluación acumulada del dólar del 20% en dos años (Arenas Rosales, René, 2015).

Esto implicó una serie de consecuencias, como fue la ampliación de la banda de flotación de las monedas de un 2,5% a ambos lados de la paridad, la solicitud de EEUU para que se

desmonetizara el oro y cambiarlo por los derechos especiales de giro¹⁶ como reserva, y la derogación del impuesto igualitario sobre los beneficios del exterior.

A pesar de ello, la cotización del dólar no se mantuvo estable a pesar de esta segunda devaluación, y algunas monedas, principalmente el marco alemán y el yen japonés, siguieron revalorizándose, lo que provocó que algunos países se salieran del acuerdo al no ser capaces de mantener el tipo de cambio fijado y no querer aumentar su oferta monetaria a cambio de dólares devaluados.

5.2.-LAS REGLAS DE JAMAICA

En 1976 se realizan los acuerdos que dan forma a nuestro sistema monetario actual. Estos acuerdos se llevaron a cabo en Jamaica por parte del FMI y sus miembros. Entre las principales medidas podemos señalar:

5.2.1.-La legalización de la flotación de monedas

Estos acuerdos permitieron que cualquier país pudiera decidir el tipo de cambio que establecía sobre su moneda. Este podía ser de libre flotación, o bien mantener su valor respecto a los derechos especiales de giro u otra contrapartida que no fuera el oro, ya que el oro se desmonetizó. Sin embargo, esto no supuso un libre albedrío entre todos los países, ya que tenían que mantener un compromiso en mantener un sistema de tipos de cambio estables, siendo supervisado por el FMI, al que deberían proporcionarle la información necesaria para conocer las políticas de tipos de cambio y su evolución.

5.2.2.-La reducción de función del oro en el Sistema Monetario Internacional

Se eliminó al oro de su función de contrapartida para las divisas, por lo que se abolió el patrón oro. Se eliminó su tipo de cambio oficial, se le eliminó también como contrapartida de los derechos especiales de giro, se suspendió el pago de cuotas obligatorias de oro de los países miembros al FMI, que además procedería a vender una tercer parte de sus reservas de oro, cuyos ingresos se destinaron en parte a crear un fondo para el desarrollo de los países con bajos ingresos.

¹⁶ El DEG es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros. En marzo de 2016 se habían creado y asignado a los países miembros DEG 204.100 millones (equivalentes a unos USD 285.000 millones). El DEG se puede intercambiar por monedas de libre uso. Al 1 de octubre de 2016, el valor del DEG se base en una cesta de cinco monedas principales: el dólar de EE.UU., el euro, el renminbi chino (RMB), el yen japonés y la libra esterlina. (FMI, 2016)

5.2.3.- Establecimiento de los Derechos Especiales de Giro como principal activo del Fondo Monetario Internacional

Al eliminar muchas de las funciones que tenía el oro, que era el principal activo de reserva, y entre otras cosas, tener que vender una tercera parte de las reservas del FMI, se estableció que el nuevo activo de reserva del FMI serían los derechos especiales de giro (DEG). Por ello, el FMI se comprometió a aumentar sus funciones. Además, los DEG se establecerían de distintas formas: como vinculación monetaria, como unidad de cuenta en el transporte internacional para emisión de bonos, y como definición de obligaciones en convenios internacionales. Además, se fija el interés de los DEG a partir de la combinación de los propios de las monedas que componen su cesta (Arenas Rosales, R., 2015).

5.2.4.-Crítica a las reglas de Jamaica

Las reglas de Jamaica dejaron dos principales problemas sin resolver: qué criterios se tomarían para equilibrar las balanzas de pagos entre países y como se garantizaría la liquidez del sistema internacional.

En cuanto al primero, cuando se creó el FMI en los acuerdos de Bretton Woods, se estableció su función de garante de las balanzas comerciales de los distintos países, para evitar excesivos superávits o déficits a lo largo del tiempo y el deterioro de la economía de un país por esta situación. Sin embargo, con las nuevas medidas, no se estableció cómo y en qué circunstancias debería intervenir el FMI, ya que no quedaron fijados los criterios objetivos para definir un determinado desequilibrio en la balanza comercial era coyuntural o estructural.

En cuanto al segundo problema, aunque se quiso establecer los DEG como el principal activo de reserva de los países, al serlo del propio FMI, no se estableció cual sería la divisa oficial, que a efectos prácticos siguió siendo el dólar tanto en reservas en los bancos centrales como para el comercio internacional. Los DEG no tuvieron un uso generalizado como una divisa normal, por lo que el FMI tampoco tenía el poder de proveer de liquidez al sistema. A su vez, lo hablado en el 4.2.2 no tuvo efectos prácticos, ya que aunque es cierto que se produjo la desmonetización del oro, no es menos cierto que siguió siendo utilizado como activo de reserva tanto por particulares como por instituciones oficiales, por lo que a efectos prácticos la divisa principal no había cambiado con estos acuerdos, puesto que seguía siendo el dólar, y los principales activos de reserva seguían siendo los dólares y el oro, los mismos que se estableció en el acuerdo de Bretton Woods. Por tanto la capacidad para otorgar liquidez al

sistema seguía siendo de un país (EEUU) que emitía dólares, y no de un organismo supranacional, como era el FMI.

5.3.-TIPO DE CAMBIO

5.3.1.-Factores que determinan el valor de la moneda

Una vez desligado el valor de la moneda de su contraparte en oro, el valor de la moneda viene determinado por la ley de la oferta y la demanda. A esto se le ha denominado sistema de libre flotación, y es que ahora la valoración de las divisas fluctúa entre unas y otras y no es fija.

Al venir delimitado por la ley de la oferta y la demanda, se debe estudiar qué factores afectan a ambos.

En cuanto a la oferta, va a venir determinado en primer lugar y de manera directa por la política monetaria que siga el banco central competente. Esto es, si va a utilizar una política monetaria expansiva, la oferta va a aumentar y va a disminuir su cotización. Si la política monetaria seguida es restrictiva, se va a reducir la oferta monetaria y va a aumentar su valor. Otro valor que determina la oferta es la balanza comercial. Si la balanza comercial de una zona monetaria es deficitaria, supone que va a haber un aumento de oferta de su moneda en los países con los que comercia, y su tipo de cambio respecto a esas divisas va a disminuir. Si su balanza comercial registra superávit, va a haber un aumento de su tipo de cambio respecto a las monedas de los países con los que negocia.

En cuanto a la demanda, es afectada también por la balanza comercial que se ha comentado en el párrafo anterior, y por los flujos de capital internacional. Estos flujos de capital van a depender de lo atractivo que sea invertir en el país. Por ello son importantes las expectativas de crecimiento, ya que si un país tiene unas expectativas altas de crecimiento va a ser un centro de atracción de capital, puesto que los inversores van a invertir en las zonas y negocios donde esperan obtener mayor rentabilidad. Otro factor que determina la demanda son los tipos de interés fijados por el banco central. Cuanto más altos sean los tipos de interés, es de suponer que más demanda habrá de dicha moneda. La inflación es otro factor que interviene en la demanda. Si una moneda está sometida a unas elevadas tasas de inflación supone que pierde poder adquisitivo. La inflación no es un problema sin importancia como ya hemos visto en otras etapas donde se dejó de aplicar el patrón oro, y puede suponer la destrucción de la economía de un país. Lógicamente, si una moneda pierde poder adquisitivo, la demanda va a disminuir puesto que no es rentable mantener un activo (la moneda) que pierde valor, y

supondrá una depreciación de esta que puede ocasionar una espiral en la que la depreciación suponga un aumento de los precios de bienes y servicios importados y suponga otro aumento de la inflación más acusado (Cardenal, A. ,2014).

A continuación se estudiará los dos tipos de cambio que se pueden producir con este nuevo paradigma, ya que como se verá en adelante, el banco central puede dejar que la moneda fluctúe libremente o interferir para que se encuentre dentro de un tipo de cambio determinado.

5.3.2.-Régimen de tasa flotante

Con el fin de Bretton Woods se establece un nuevo sistema de tipo de cambio, es el régimen de libre flotación o tasa flotante.

Como se ha comentado a lo largo de este trabajo, bajo el patrón oro las monedas tenían su contrapartida en este metal precioso, e incluso en el patrón oro clásico tenían una proporcionalidad directa. Sin embargo, en el régimen de patrón lingote y patrón cambio simplemente la moneda reflejaba su valor en el oro que tenía el banco central como reserva, de modo que su tipo de cambio fluctuaría según el valor de las reservas de oro y la oferta monetaria. Debido al desajuste estadounidense entre sus reservas de oro y la oferta monetaria se tuvo que derogar la convertibilidad oro-dólar.

Con el régimen de la tasa flotante son las divisas las que fluctúan unas con otras libremente, sin depender de sus reservas de oro, sino de la ley de oferta y demanda. Esto se puede observar con un ejemplo entre dos países estudiando su tipo de cambio bilateral:

En nuestro ejemplo se encuentra el dólar estadounidense y el yen japonés. Si los consumidores japoneses demandan muchos bienes y servicios estadounidenses, significa que habrá una mayor oferta de yenes japoneses puesto que los consumidores pagan en su divisa. Por tanto, al aumentar la oferta de yenes su precio se reduce. Si además contamos con que la demanda estadounidense es débil contamos con que la oferta de dólares es baja, puesto que hay pocos consumidores americanos que paguen con su divisa a Japón. Por tanto, en este ejemplo el dólar estadounidense se apreciaría respecto al yen japonés.

5.3.3.-Régimen de tasa fija controlada

El caso anterior se da sin ninguna intervención por parte de las autoridades japonesas o estadounidenses, lo que da lugar a un régimen de libre flotación. Sin embargo hay ocasiones en las que las autoridades quieren mantener un cierto equilibrio y estabilidad en su tipo de

cambio, llegando al caso extremo de Suiza que mantuvo un tipo fijo entre su moneda y el euro¹⁷.

Siguiendo el ejemplo anterior, si los japoneses no quisieran que su moneda se depreciara respecto al dólar sería necesario que interviniese. Para ello el Banco Central de Japón vendería sus reservas de dólares, para aumentar la oferta de estos y equilibrar la balanza con el yen japonés. Esta intervención acabaría cuando acabaran sus reservas de dólares. Por otra parte también podría suceder que Estados Unidos no quisiera que su moneda se apreciara respecto al yen japonés, para mantener su capacidad exportadora. Es entonces cuando la Reserva Federal (FED) aumentaría la oferta de dólares, vendiendo sus reservas para mantener equilibrio en el tipo de cambio.

En el mundo actual estas intervenciones, salvo en raras ocasiones, se dan de manera tan explícita. Normalmente sirven como tendencia para los inversores, de modo que conocen que el dólar no se va a revalorizar frente al yen japonés puesto que si eso sucede la FED intervendría para evitarlo. Como ejemplo de cambio de tendencia se puede comprobar con las palabras que dijo el presidente del Banco Central Europeo Draghi para acabar con los ataques a la deuda en países europeos, diciendo que haría lo que hiciera falta para mantener la ruptura del euro: “Haré lo que haya que hacer, y créanme, será suficiente” (Claudi Pérez, 2012).

Cuadro 6. Evolución del tipo de interés del rublo.

Período	Tipo de interés rublo (%)
14-09-2012	5,50
2-3-2014	6,50
3-3-2014	7,00
28-4-2014	7,50
28-7-2014	8,00
5-11-2014	9,50
12-12-2014	10,50
16-12-2014	17,00

Fuente: *Datos Macro. Elaboración propia.*

¹⁷ Hasta el año 2015 el franco suizo mantuvo un tipo fijo de 1.20 francos suizos por euro para evitar una excesiva revalorización de su moneda y que se dañara su capacidad exportadora. Sin embargo en el año 2015 decidieron cambiar esta política sin previo aviso, lo que supuso un caos bursátil y financiero debido a que muchas deudas fueron contraídas con esta divisa debido a su estabilidad, y al sufrir una tremenda revalorización fueron impagables. (Calvo, P. , 2015)

Otra manera de revalorizar una moneda es aumentando su tipo de interés, para hacerla más atractiva al inversor y cambiar su tendencia bajista, ya que supone un aumento de la demanda como se ha visto anteriormente. Este caso se pudo observar en Rusia recientemente durante la crisis con Crimea. El Banco Central Ruso, viendo como se desplomaba el tipo de cambio del rublo respecto al euro y el dólar, decidió aumentar el tipo de interés del 5,5% al 17%, en un plazo de 9 meses. Para que sirva de comparación, el tipo de interés del euro en ese período bajó del 0,25% al 0,05%.

5.4.-CREACIÓN DEL DINERO BANCARIO

Como ya se comentó en el primer punto de este trabajo, es cierto que la creación de dinero bancario se puede dar también con un patrón oro vigente, como podía ser el patrón oro lingote o el patrón oro cambio. Sin embargo, es con el sistema monetario actual cuando hemos sido testigos del mayor volumen de negocio que ha obtenido el sistema financiero, sustentado únicamente en la confianza de sus depositantes.

Parte de este aumento del negocio, que a su vez ha dado lugar a grandes rescates financieros como se han dado a raíz de la crisis de las hipotecas subprime, se debe en parte a la capacidad de creación de dinero bancario.

La creación de dinero bancario se debe a una ficción que permiten los bancos. Esto es, cuando un cliente va a un banco y deposita un plazo fijo, es decir, un préstamo al banco durante un período de tiempo, pongamos por ejemplo 1 año, y el banco concede un préstamo a un 3º de duración 1 año, no se crea dinero bancario, si no que en este caso el banco actúa como un intermediario financiero, que es su objetivo original.

Sin embargo, cuando un cliente realiza un depósito a cuenta corriente, es decir, dinero que no presta al banco, si no que lo guarda en él por medio de un depósito, por lo que quiere tener disponible ese dinero, y el banco a su vez concede un crédito con ese depósito, si que crea dinero. Esto se debe a que crea la ficción de que el depositante tiene todo su depósito disponible en la entidad, y a su vez el prestatario cree a su vez que tiene todo su préstamo disponible (Huerta de Soto, J., 2009).

Por ejemplo, si el cliente A deposita en el banco 1.000 u.m. , considerará que tiene disponible este dinero en todo momento. Si contamos con un coeficiente de reserva¹⁸ del 10%, el banco

¹⁸ Es la cantidad de dinero que el banco tiene que tener en su caja respecto a los depósitos de los clientes para evitar una crisis de liquidez.

puede conceder un préstamo de 900 u.m. al cliente B. Por tanto, partiendo de un depósito de 1.000 u.m., el banco tiene unos derechos de 900 u.m. , una caja de 1.000 u.m. y unas obligaciones de 1900 u.m. con el depositante y el prestatario. Por lo que le faltan 900 u.m. de liquidez, ya que tanto el depositante como el prestatario consideran que el dinero que tienen es totalmente líquido y disponible. Esto se puede mantener debido al coeficiente de reserva y a que los bancos conocen las salidas y entradas de capitales medias que tienen, ya que no se mueve una cantidad alta de los depósitos de los bancos todos los días.

Sin embargo, cuando ocurre una situación conocida como pánico financiero, y los clientes no actúan de forma habitual, si no que sacan mayores cantidades de sus depósitos que de forma habitual, puede provocar una crisis de liquidez y un corralito, que supone la imposibilidad de sacar dinero, quebrando al banco. Esto ha ocurrido recientemente en Grecia, y el corralito más famoso se dio en Argentina en el año 2001. Actualmente existen diversos mecanismos dentro de la propia UE para evitar un corralito en el sistema financiero europeo, destacando la liquidez de emergencia que puede conceder el Banco Central Europeo. En Grecia se dio el corralito puesto que, debido a la política llevada a cabo por el nuevo partido del Gobierno heleno, Syriza, se salieron del programa de rescate. Por tanto se salían de los programas de liquidez del BCE y esto provocó el pánico financiero de los ahorradores griegos, que al volver al programa de rescate sí que se volvió a la normalidad rápidamente.

5.5.-LA MONETIZACIÓN DE LA DEUDA

Como se ha visto anteriormente, cuando se ha abandonado puntualmente el patrón oro se ha realizado durante momentos de explosión del gasto público, como en los conflictos bélicos. Esto se debe a que bajo el régimen de moneda fiduciaria es posible financiar el aumento del gasto público por medio de una expansión monetaria. Esto consiste en que cuando el Gobierno de un país decide emitir deuda, es el Banco Central del propio país el que emite dinero nuevo para comprar dicha deuda, por lo que la deuda y, por tanto, el riesgo, pasan al Banco Central.

Existen dos tipos de monetizar deuda. La directa está prohibida en numerosos países, y esta práctica consiste en que ante una emisión de deuda es el Banco Central el que compra directamente al Gobierno dicha deuda. Esta medida es la más peligrosa de las dos, puesto que la deuda no pasa al sector privado, no se conoce el valor que se le da a dicha deuda por el sector privado o si directamente se colocaría, y puede ser que el Banco Central le esté dando dinero directamente a un gobierno insolvente a todas luces.

La monetización indirecta consiste en que la emisión monetaria no se dirige a comprar deuda en el mercado primario, sino en el secundario. Esta forma es menos gravosa puesto que la deuda sí que pasa por el control del sector privado, que la valora y después la vende al Banco Central. Por tanto es más improbable que la deuda de un gobierno insolvente esté colocando deuda en el sector privado, aunque tengan la expectativa de colocarla al Banco Central (Rallo, J. R., 2011).

Además no hay que olvidar que con el régimen de la moneda fiduciaria no hay una contraparte directa de la moneda como podía ser el oro. La moneda es un pasivo emitido por el banco central, y viene garantizado por los activos que presenta. Si la deuda de un país no se puede colocar en el sector privado porque no es atractiva, ya sea por riesgo o rentabilidad, al inversor no le va a interesar poseer un pasivo que viene asegurado por un activo que rechaza en el mercado, y en ocasiones con un interés más bajo que el que ofrecía en un principio. Por ello va a querer desprenderse de la moneda incluso con descuento por otros activos más atractivos para él, por lo que los precios en el interior se encarecen al caer la demanda de moneda y desprenderse los poseedores de ella rápidamente y con descuentos, y el tipo de cambio también sufrirá un deterioro. A continuación se expone un ejemplo para que se entienda mejor.

Estados Unidos emite deuda al 5% de interés en el mercado primario. Debido a sus bajas expectativas de crecimiento y la situación de sus cuentas, la subasta se queda desierta. Para poder seguir financiando su déficit, decide que la Reserva Federal (FED) se encargue de la adquisición de la deuda mediante una emisión monetaria, de modo que Estados Unidos tiene dinero líquido para afrontar sus gastos mientras que la Reserva Federal aumenta sus activos por medio de esta deuda. Un inversor americano cuestiona esta decisión, ya que él no acudió directamente a la subasta de deuda puesto que considera que Estados Unidos va a realizar un impago de su deuda próximamente, por lo que si lo realiza se reducirán los activos con los que estén asegurados los dólares emitidos por la FED y reducirán su valor, y por tanto no le interesa estar expuesto de manera indirecta a un activo que él mismo despreció en el mercado primario. Anticipándose a los acontecimientos, decide desprenderse de los dólares comprando activos en bolsa. Esta medida la siguen muchos de sus compañeros, porque la situación de Estados Unidos es delicada y es conocida. Debido a esto la demanda de dólares cae y su tipo de cambio también, lo que supone un alza de los precios nacionales, ya que la moneda pierde valor, y también de las importaciones, puesto que el tipo de cambio también se deteriora.

Esta situación ahora mismo es poco menos que ciencia ficción para un país como Estados Unidos, sin embargo las peores crisis que hemos visto en los últimos años se han debido a una monetización de la deuda de gobiernos que eran claramente insolventes, como el caso de Argentina, Zimbabue o Venezuela.

Esta medida se da a menudo debido a un discurso que suena en la Unión Europea debido a la crisis de deuda que se tuvo recientemente, y es que se culpa a los mercados por atacar a los países. Como los mercados atacan la deuda de un país, se intenta arrebatar este arma a los especuladores de deuda mediante la monetización de la deuda, financiándose a un precio mucho más bajo. Sin embargo, cuando se toma esta solución no se soluciona el problema, si no que se cambia, ya que pasamos de sufrir a los especuladores de deuda a los especuladores de divisas, y es que el problema no se ha solucionado, si no que se ha transferido el riesgo. El problema es la deuda del país, que es insolvente, y por no resolverlo se agrava destruyendo el sistema monetario nacional. Porque la moneda de un país no es solo un activo o un pasivo como hemos mencionado en el ejemplo, es el medio de pago del país, por lo que tiene una gran importancia para la economía.

5.5.1.-La Quantitative Easing en Estados Unidos

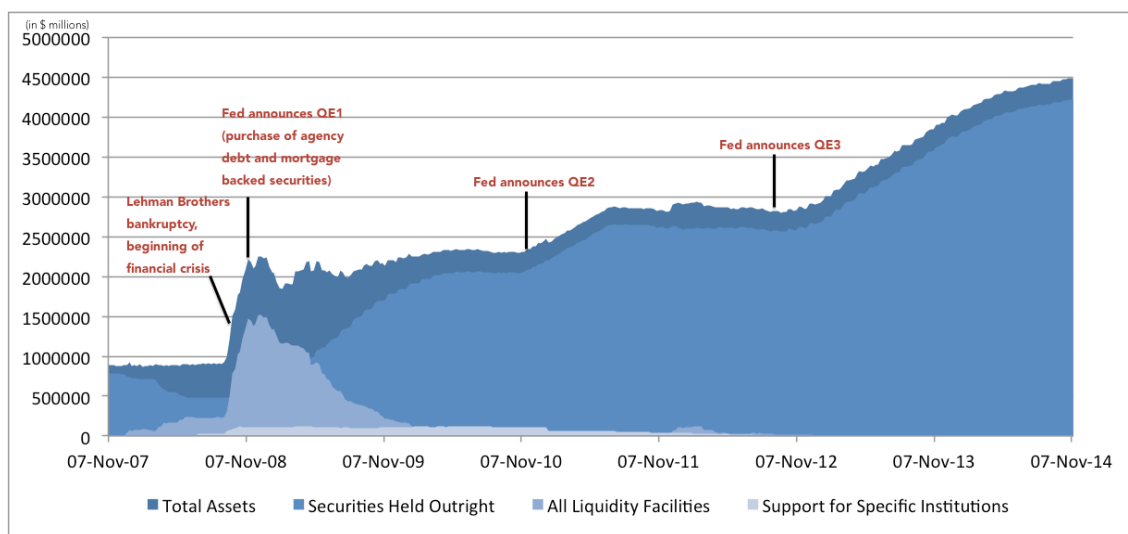
Se conoce por Quantitative Easing al programa de emisión monetaria que instauró la Reserva Federal estadounidense para paliar los efectos negativos que había tenido sobre la economía la quiebra de Lehmann Brothers y la explosión de la burbuja de las hipotecas subprime. Este programa se realizó para sanear los balances de las entidades bancarias que tenían numerosos activos tóxicos y evitar la paralización del crédito y la caída de otras compañías, además de financiar el gasto público del país. Como se ha mencionado en el punto anterior, la Reserva Federal realizó una emisión de moneda a cambio de la adquisición de activos. Se adquirieron 100.000 millones de dólares deuda gubernamental y 500.000 millones de dólares en activos respaldados por hipotecas. Más adelante, en el año 2009, se extendió el programa a la adquisición de 850.000 millones de dólares de activos respaldados por hipotecas y 300 mil millones en bonos a largo plazo del tesoro americano (Trefis Team, 2015).

A esta primera ronda de emisión monetaria se le llamó QE1. La siguiente ronda se realizó en el año 2010, y recibió el nombre de QE2. Esta consistía en la compra de 600.000 millones de

bonos a más largo plazo del tesoro americano a lo largo del año 2011. A su vez, realizó un *operation twist*¹⁹ por valor de 400.000 millones de dólares.

En septiembre de 2012, se anunció la QE3. Esta consistía en la compra mensual de 40.000 millones de dólares en activos respaldados por hipotecas, que sumado a las *operations twist* sumaba unos 85.000 millones de dólares mensuales. En diciembre de 2013 se decidió que se reduciría en cada mes en 10.000 millones las adquisiciones, dando por finalizada la QE3 en octubre de 2014.

Gráfico 2. Evolución del balance de la FED.



Fuente: Trefis Team (2015).

En cuanto al éxito de esta operación, todavía no se pueden sacar conclusiones sólidas. Según Ben Bernanke, la QE1 y QE2 hicieron crecer un 3% adicional la economía estadounidense y crear 2 millones de empleos en el sector privado. Además, la bajada de tipos de intereses que provocó animó al mercado inmobiliario y el automovilístico (Trefis Team, 2015).

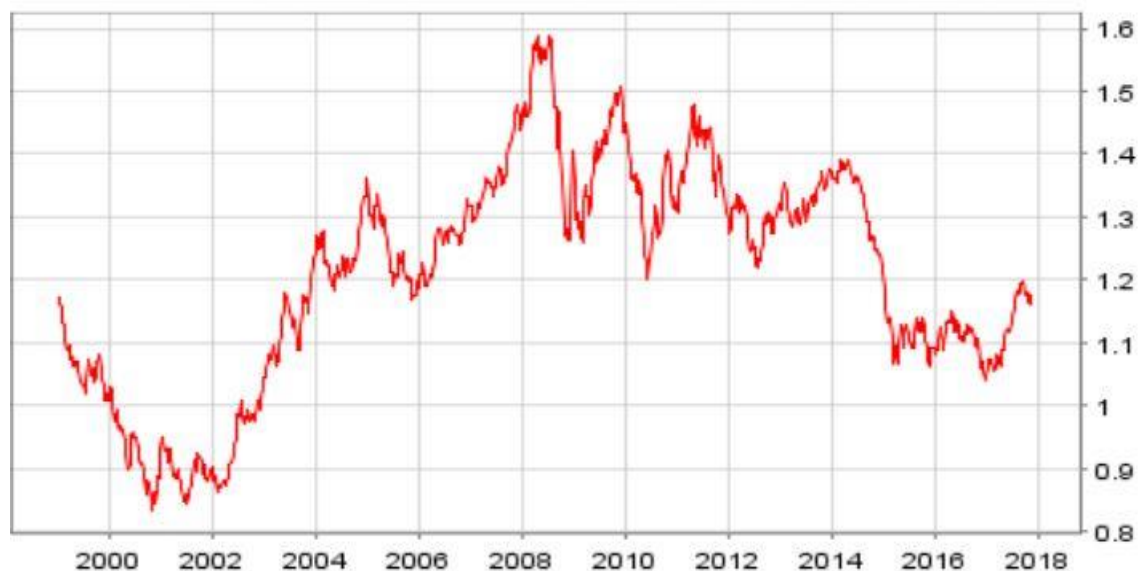
Por otra parte, se alude que no ha sido proporcional el estímulo monetario que se ha ejercido a la economía estadounidense con el crecimiento que ha provocado, y que este desajuste va a suponer una mayor inflación (hecho que aún no ha ocurrido), la depreciación del dólar, ya que durante la QE el precio del oro subió desde los 800 dólares de 2008 a los 1.600 dólares aproximadamente de 2011, y respecto al euro con un cambio de 1,2 dólares por euro en 2006

¹⁹ Operación por la cual se realiza un intercambio de bonos del tesoro con vencimiento a corto plazo por bonos con vencimiento a largo plazo. En la operación que se menciona, se intercambiaron bonos del tesoro con vencimiento de 3 a 36 meses por otros con vencimiento de 72 a 360 meses, provocando una caída del interés a corto plazo y un aumento del interés a largo plazo que era su objetivo.

a 1,6 dólares por euro al realizar la QE1. Actualmente el tipo de cambio se encuentra en torno al 1,1 y 1,2 debido a la realización de un QE por parte del BCE, que también depreció el euro.

Gráfico 3. Cotización Euro-Dólar.

Cambio minimo: EUR 1 = USD 0,825 il 26-10-2000 - Cambio maximo: EUR 1 = USD 1,599 il 15-07-2008



Fuente: www.cambioeuro.es

También se alude a que esta política ha establecido un incentivo perverso, y es que se ha perjudicado a los ahorradores reduciéndole sus tipos de interés y se ha beneficiado a los endeudados, que han visto reducido sus tipos de interés también y por tanto pagan menos. Además, a las entidades que se habían arriesgado en demasía y tenían un gran número de activos tóxicos se los han saneado sin tener que realizar cambios significativos, por lo que da a entender que el sistema anima a arriesgarse otra vez y crear burbujas, puesto que si sale mal los causantes de todo ello serán rescatados por el sistema. Hay que mencionar también la doctrina del *too big to fall*²⁰, puesto que a pesar de lo mencionado anteriormente, es cierto que esta crisis ha probado que si una compañía grande cae puede causar un daño sistémico y perjudicar a toda la economía, y por ello se han llevado a cabo los rescates.

5.5.2.-La Quantitative Easing en Europa

En el año 2014, fruto de la crisis de deuda que había empujado las primas de riesgo periféricas a niveles insostenibles, Mario Draghi, el presidente del Banco Central Europeo,

²⁰ Se emplea para referirse a bancos u otras instituciones con tal peso en un sector (por ejemplo, el financiero) que los bancos centrales no pueden dejar que caigan, pues su quiebra arrastraría al resto de entidades de dicho sector. Otra manera de decirlo es que se trata de bancos o instituciones *sistémicos* o *con riesgo sistémico*. (Fundeu)

decidió realizar una Quantitative Easing, emulando la política monetaria norteamericana durante la crisis. Por medio de esta política, se pretendía llegar a una inflación del 2%, que es el objetivo del BCE sorteando el fantasma de la deflación, y evitar que se encareciera la deuda de los países periféricos a niveles aún más peligrosos, evitando tener que realizar más rescates. Además se quería impulsar el crédito, dinamizar la economía, reducir los tipos de interés y depreciar el euro para mejorar las exportaciones.

El programa consistía en la compra de 60.000 millones de euros al mes desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016, que se extendió a 80.000 millones hasta marzo de 2017, suponiendo un estímulo de 1,7 billones de euros (Tajadura, Expansión 2016).

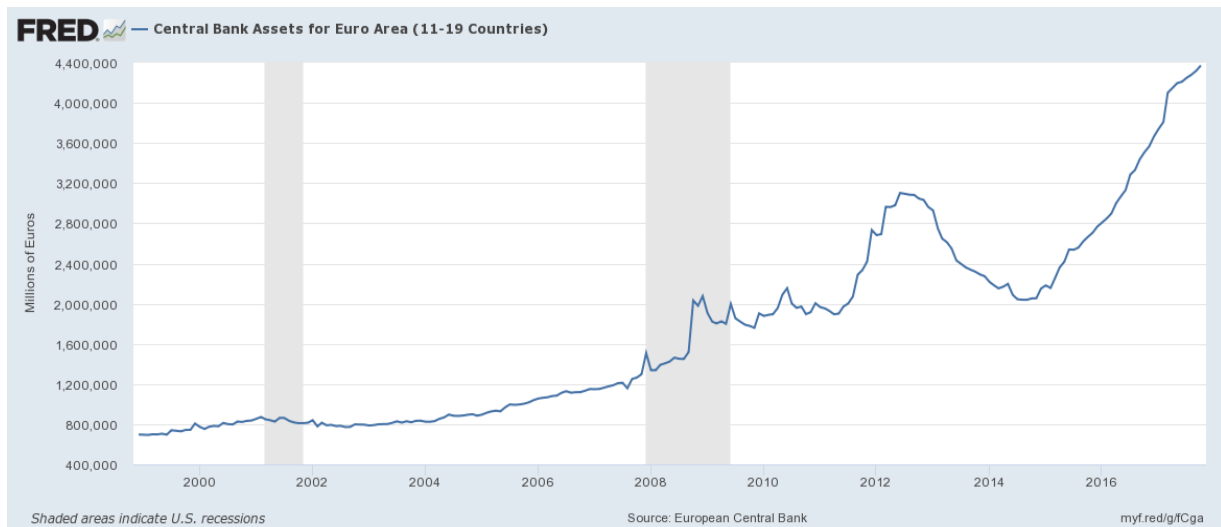
La QE europea ha sido un éxito en cuanto a las primas de riesgo, y es que la prima de riesgo española pasó de superar los 600 puntos a estar actualmente en 118 puntos de forma estable. Igual se puede decir de la portuguesa, en torno a los 163 puntos, la italiana con 146 e incluso la griega con 487.

En cuanto al impulso a la inflación, la inflación en la zona euro en el año 2016 fue del 1,1% y hasta octubre de 2017 del 1,7% (Datos del BCE).

Por otra parte, el tipo de cambio del euro-dólar ha sufrido una caída acusada, pasando de 1,4 dólares por euro aproximadamente en el año 2014, a 1,1 dólares por euro en el año 2016, hasta llegar al 1,1793 a día 17 de noviembre de 2017.

En la actualidad, Mario Draghi ha anunciado que se mantendrán el programa de compras actual por un volumen de 60.000 millones mensuales hasta finales de diciembre, y a partir de entonces se reducirá a 30.000 millones hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario. En el gráfico 4 se puede comprobar de qué nivel fue el estímulo realizado durante la QE, prácticamente duplicando los activos que tenía en 2014 cuando inició el programa, viendo el efecto que ha tenido en el balance del BCE (gráfico 4).

Gráfico 4. Balance del BCE.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data*.

5.5.3.-Crisis inflacionaria de Zimbabue

En el año 2008 se inició la primera hiperinflación del siglo XXI, llegando a ser la segunda hiperinflación más alta de la historia, solo superada por Hungría 1946.

Esto se debió a la financiación del gasto público mediante la monetización de la deuda. El gobierno del señor Robert Mugambe, que lleva en el gobierno desde 1980, tomó una serie de medidas polémicas, como fue una violenta reforma agraria que



diezmó la producción de tabaco, que supone un tercio de los ingresos del país. A esto se le unió los conflictos étnicos del país y su participación en la Segunda Guerra del Congo, lo que dio como resultado una explosión del gasto público y ante la incapacidad para financiarlo, se decidió la emisión de moneda. Fruto de ello fue la pérdida de valor del dólar zimbabuense, y la utilización en el mercado negro de otras monedas no oficiales que fue lo que permitió desacelerar ligeramente la hiperinflación (Marrero Gómez, M., 2011).

El cuadro 7 nos muestra el descontrol de la inflación de Zimbabue durante esta época, llegando a cifras innombrables, que lógicamente ocasionó el derrumbe de la economía africana y las consecuencias que se han mencionado a los largo de este apartado.

Cuadro 7. Inflación durante la crisis de Zimbabwe.

Fecha	Variación intermensual (%)	Variación interanual (%)
Marzo 2007	50,54	2.200,2
Abril 2007	100,7	3.713,9
Mayo 2007	55,4	4.530
Junio 2007	86,2	7.251,1
Julio 2007	31,6	7.634,8
Agosto 2007	11,8	6.592,8
Septiembre 2007	38,7	7.982,1
Octubre 2007	135,62	14.840,65
Noviembre 2007	131,42	26.470,78
Diciembre 2007	240,06	66.212,3
Enero 2008	120,83	100.580,16
Febrero 2008	125,86	164.900,29
Marzo 2008	281,29	417.823,13
Abril 2008	212,54	650.599
Mayo 2008	433,4	2.233.713,43
Junio 2008	839,3	11.268.758,9
Julio 2008	2.600,24	231.150.888,87
Agosto 2008	3.190	9.690.000.000
Septiembre 2008	12.400	471.000.000.000
Octubre 2008	690.000.000	3.840.000.000.000.000.000
14 Noviembre 2008	79.600.000.000	89.700.000.000.000.000.000.000

Fuente: *Hank, S., Kwok, A., (2009). Elaboración propia.*

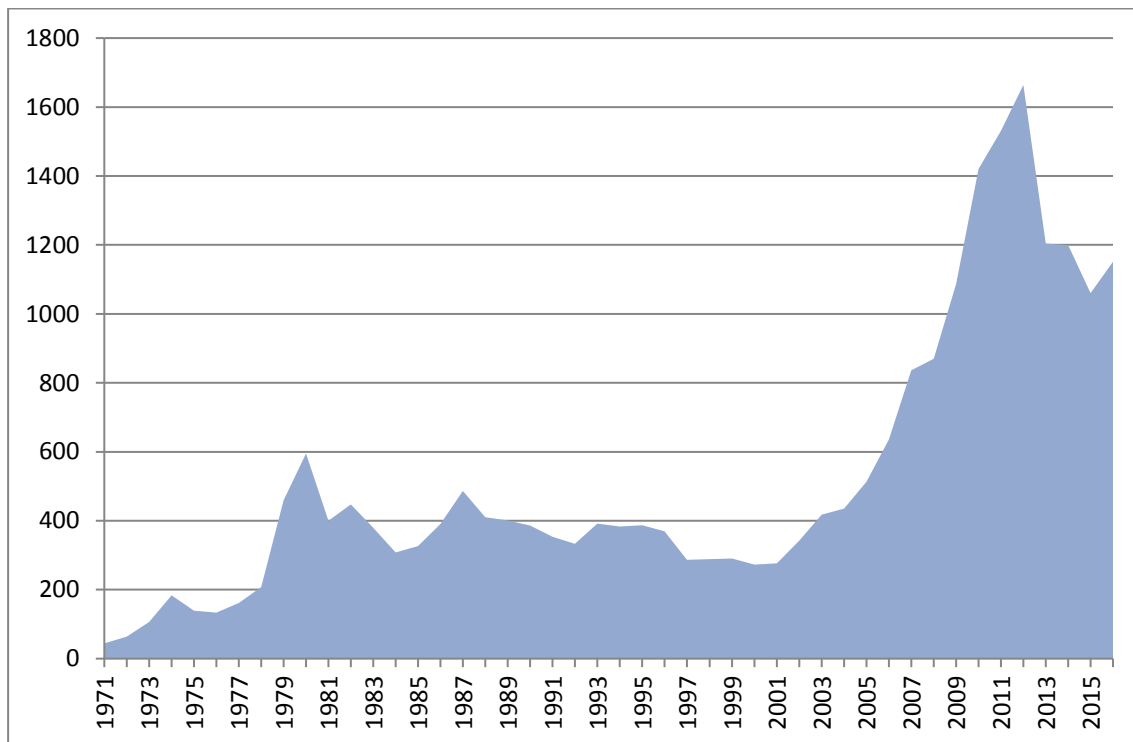
5.6.-DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR

Uno de los hechos recurrentes que nos ha demostrado la historia cuando se ha desligado la moneda de cualquier salvaguarda ha sido su devaluación y la búsqueda de activos refugio, que frecuentemente ha sido el oro, aunque en también se han utilizado otros activos como joyas, plata, otros metales preciosos, obras de arte etc.

A continuación se va a realizar un estudio como ejemplo de la evolución del sistema monetario estos últimos 40 años de la mayor potencia económica del mundo estos últimos 40 años, que es Estados Unidos, y cuya moneda además se utiliza como activo de reserva en muchos bancos centrales y es la principal moneda en el comercio internacional.

5.6.1.-Diferencial oro-dólar

Gráfico 4. Precio onza troy 1971-2016.



Fuente: <http://www.usagold.com/reference/goldprices/2015.html>. Elaboración propia.

Se puede observar que desde que se desligó el dólar del oro, este activo no ha hecho nada más que subir, llegando a picos con la crisis actual de hasta 1.900\$.

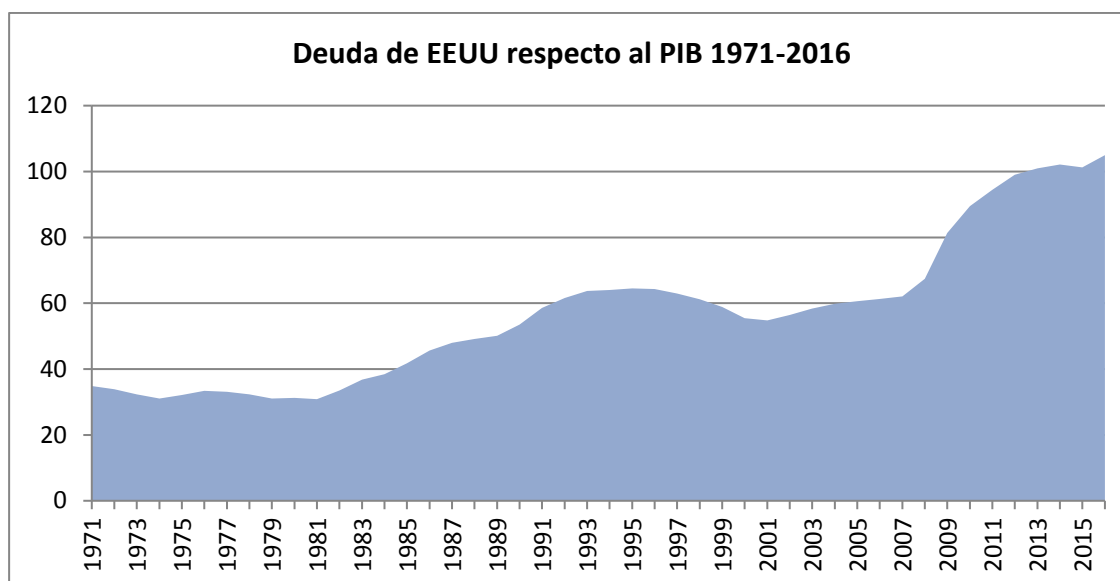
Con el valor de cierre de mercado del año 2016 se podían comprar aproximadamente 25 onzas en 1971. Es el equivalente a decir que el valor del oro se ha multiplicado por 25 desde 1971.

Desde 1971 el dólar ha perdido el 96,125% de su valor, y en el siglo XXI un 76%, pasando de 272,65\$ a 1.150,9\$.

Por tanto, se puede interpretar una clara tendencia alcista a largo plazo en el precio del oro, lo que indica que el período de depreciación del dólar respecto al oro que acabó con los acuerdos de Bretton Woods no ha acabado todavía.

5.6.2.-Evolución de la deuda

Gráfico 5. Deuda EEUU respecto al PIB 1971-2016.



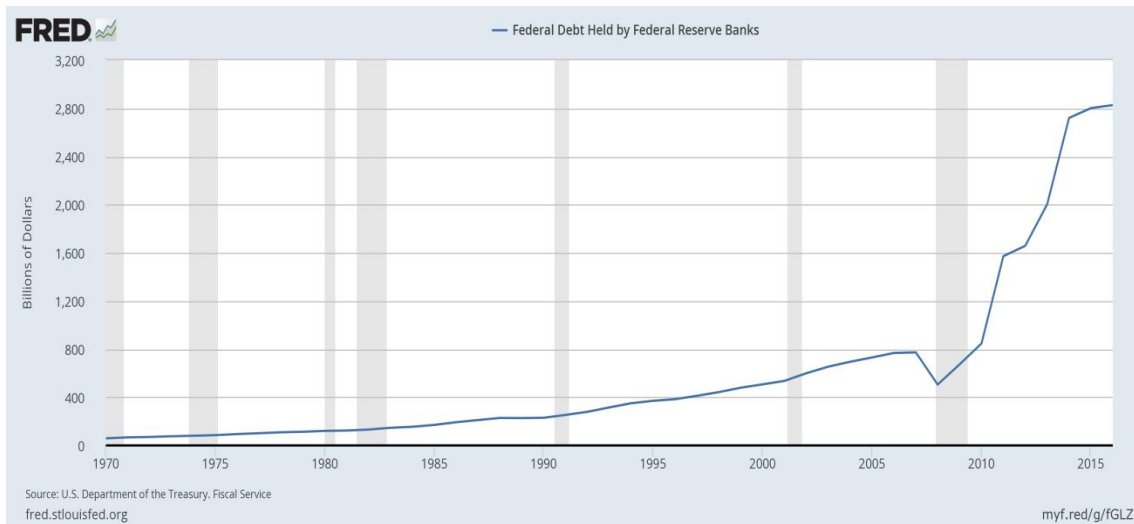
Fuente: *Federal Reserve Economic Data. Elaboración propia.*

Conociendo la evolución de la deuda de EE.UU. podemos observar como desde el fin de Bretton Woods la tendencia ha sido claramente alcista, pasando la deuda de 34,8% del PIB a la actualidad que llega a 104,96%. Como ya se ha dicho a lo largo de este texto, cuando a los gobernantes se les quita el patrón oro normalmente les sirve para quitarse las ataduras que les supone someterse a un regulador objetivo y utilizarlo para gastar más y emitir deuda pública. De hecho, esa fue la razón por la que terminó el sistema instaurado en Bretton Woods, debido al aumento del gasto público necesario para afrontar la guerra de Irak.

Uniendo este gráfico con el gráfico 6 podemos observar como el aumento espectacular de la deuda estadounidense ha venido financiado por un aumento de la posición acreedora de la FED. Esto supone un aumento de la masa monetaria para financiar la deuda americana, por lo que un deterioro de la posición deudora de Estados Unidos podría en jaque también al dólar y al sistema monetario internacional, ya que no son pocos los bancos centrales que tienen reservas de dólares. Por otra parte, hay que reconocer que ahora mismo es prácticamente inimaginable pensar en que Estados Unidos no pueda afrontar el pago de su deuda, por lo que es poco probable que ocurra el escenario anteriormente citado. El efecto que sí que tiene este aumento exponencial de deuda y su financiación es el aumento de la oferta del dólar que supone su depreciación, y es algo que afrontan los ahorradores americanos. Y es que, como se ha visto a lo largo de toda la historia, al desligar la divisa de valor intrínseco (ser de oro o

representar el valor de los lingotes), se tiende a aumentar la oferta para financiar el aumento del gasto público, lo que implica en depreciación y en pérdida de valor de los ahorros de los ciudadanos.

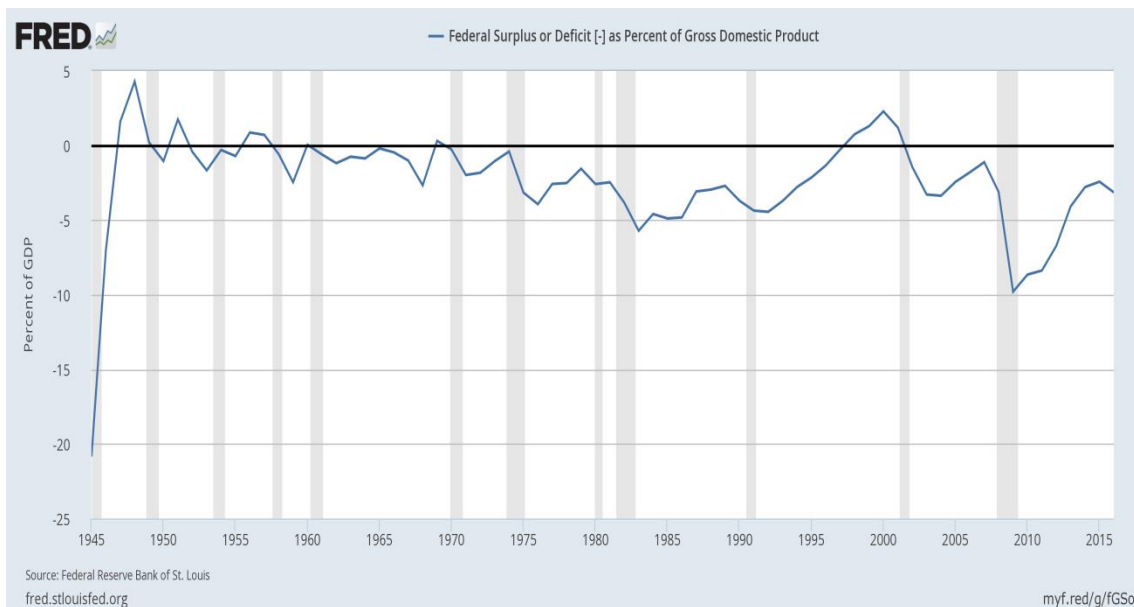
Gráfico 6. Deuda federal mantenida por bancos de la Reserva Federal.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data.*

5.6.3.-Déficit Estados Unidos

Gráfico 7. Déficit Estados Unidos 1945-2015.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data.*

En el anterior gráfico podemos ver la evolución del déficit en Estados Unidos desde 1945 hasta 2015. La gráfica nos muestra como Estado Unidos lleva en un déficit prácticamente constante desde los años 50, con breves períodos en superávit.

De los 70 años que cuenta el estudio, ha presentado superávit en 12 años, y déficit en los restantes 58 años.

El déficit medio durante la etapa de Bretton Woods fue de -0,5684% (omitiendo datos dentro de la Segunda Guerra Mundial) y tuvo 8 años de superávit.

Por el contrario, en el periodo de 1971 a 2015 se registraron solamente en 4 años superávit, registrando los 39 años restantes déficit. Mientras que en el anterior período había superávit cada poco más de 3 años, en el nuevo período se registra superávit una vez cada 11 años aproximadamente, lo que indica un menor control de las cuentas gubernamentales.

En cuanto al déficit medio, este período se salda un con un -3,0478%, lo que indica que un año promedio durante el sistema monetario actual presenta 6 veces más déficit que un año promedio durante el sistema de Bretton Woods.

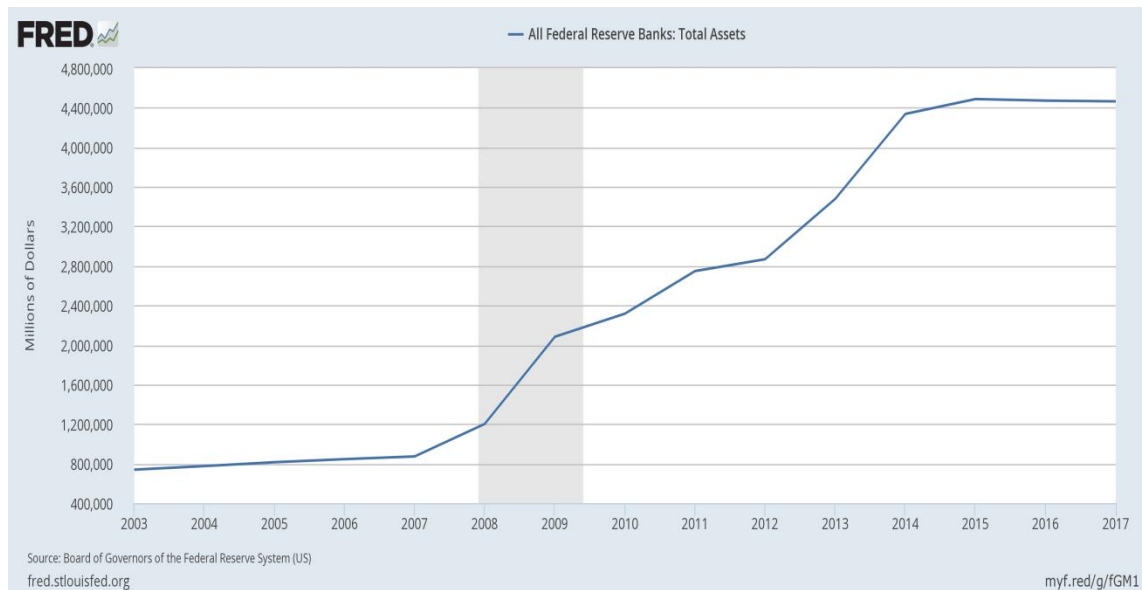
Por tanto, en el sistema actual se vuelve a manifestar los mismos hechos que sucedieron en las otras etapas que se abandonó el patrón oro, caracterizadas por un descontrol de las cuentas ya que la emisión monetaria servía para financiar aumentos de gasto público.

5.6.4.- Balance de la Reserva Federal

Con los últimos datos disponibles, se puede observar también una clara tendencia al alza de los activos de la FED. El momento actual es el de mayor expansión monetaria de la historia, puesto como se ve la FED ha pasado de unos activos de 738.943 millones de dólares en el año 2003 a 4.472,13 millones de dólares, lo que supone un aumento del 505% de sus activos.

Esto supone un problema puesto que los dólares son pasivos del banco central, y su valor depende de su capacidad de repago de estos dólares. Sin embargo, los activos de la FED no suponen una gran garantía, ya que la mayoría de esta expansión monetaria ha ido destinada a financiar los rescates financieros de los grandes bancos del país o a deuda del país. Esto ha hecho entre otras cosas una depreciación del dólar con respecto al oro y otras divisas, como el euro, aunque su cotización respecto a la moneda europea se ha visto acolchada por la implantación del Quantitative Easing también en Europa.

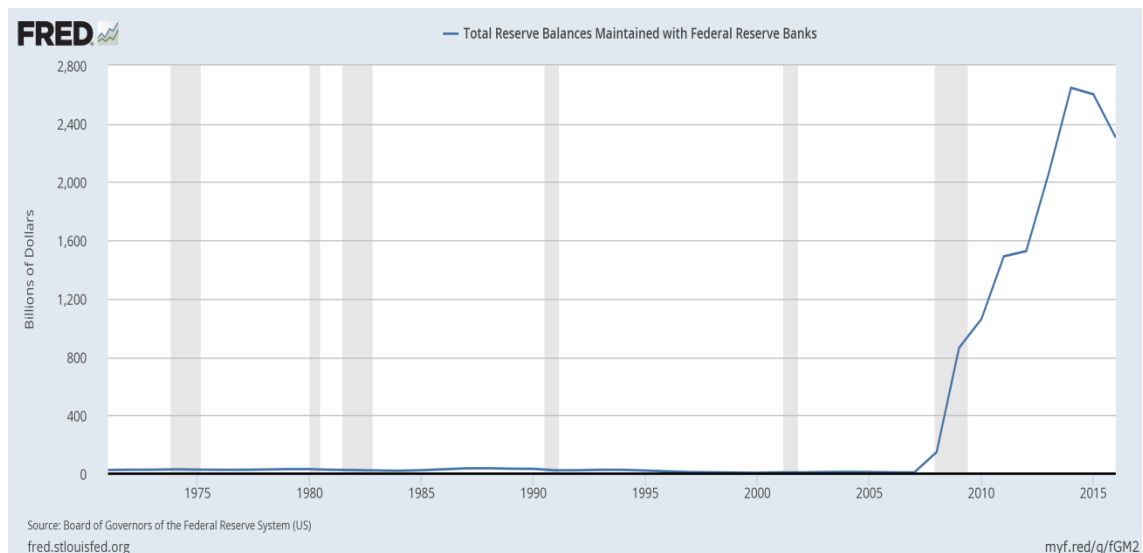
Gráfico 8. Balance de la FED.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data*.

Esto se puede apreciar en el aumento de las reservas de los bancos estadounidenses respecto a sus depósitos estos últimos años:

Gráfico 9. Reservas de bancos comerciales mantenidas en la FED.

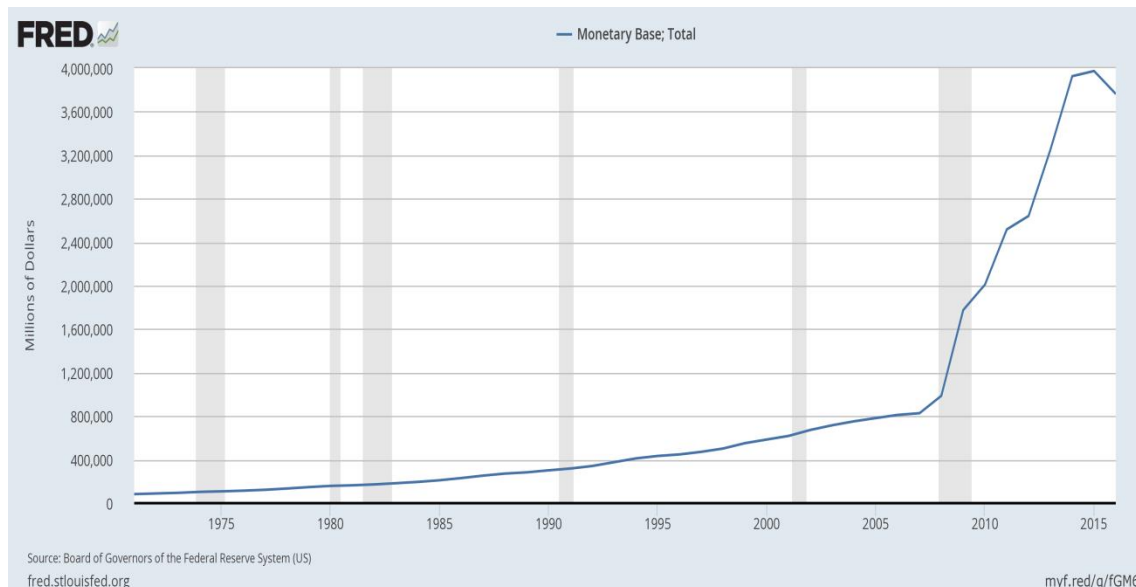


Fuente: *Federal Reserve Economic Data*.

Los gráficos 9 y 10 nos permiten apreciar el repunte de estas reservas justo coincide con el aumento de masa monetaria. Esto indica que gran parte de la expansión monetaria no sirvió para estimular el crédito y la economía, siguiendo la teoría keynesiana, sino que sirvió para que los bancos sanearan sus balances. Esta es una de las causas por las que hemos vivido una

etapa en las que cada vez más se han reducido los tipos de interés por parte de los bancos centrales para estimular el crédito, hasta llegar a mínimos históricos

Gráfico 10. Base monetaria de Estados Unidos.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data*.

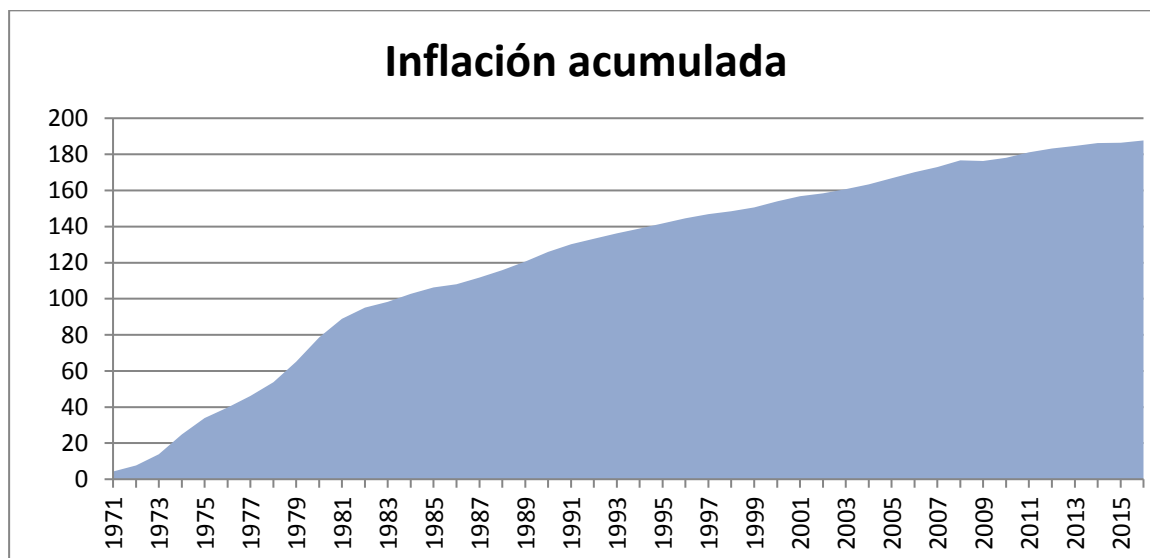
Esto supone que el aumento de la oferta monetaria estadounidense se ha dado para adquirir activos de bancos que se encontraban en una situación comprometida debido a la crisis de las hipotecas subprime, por lo que tienen un gran riesgo.

5.6.5.-Inflación acumulada

La inflación es otro factor que también influye en la demanda de dólares. Desde que se abandonó el sistema de Bretton Woods, la inflación de Estados Unidos se descontroló al principio debido en parte a la crisis del petróleo, que provocó un aumento “artificial” del precio de un bien con un gran poder en la economía, ya que era la principal fuente de producción de energía por aquel entonces. Por ello, esta inflación fue algo generalizado y poco factor tuvo en ello el sistema monetario, ya que vino provocado por las decisiones oligopolísticas de los productores. Por ello en los años en los que afectó con mayor fuerza la crisis del petróleo, podemos observar como la inflación acumulada fue de aproximadamente un 40%, entre los años, entre 1973 y 1977, tal y como nos muestra el gráfico 11.

Eso explicaría el gran aumento de la inflación en la década de los 70, sin embargo la inflación ha aumentado de forma constante desde entonces, y hoy día los estadounidenses han sufrido una inflación acumulada de 187,69% desde el año 1971.

Gráfico 11. Inflación acumulada.



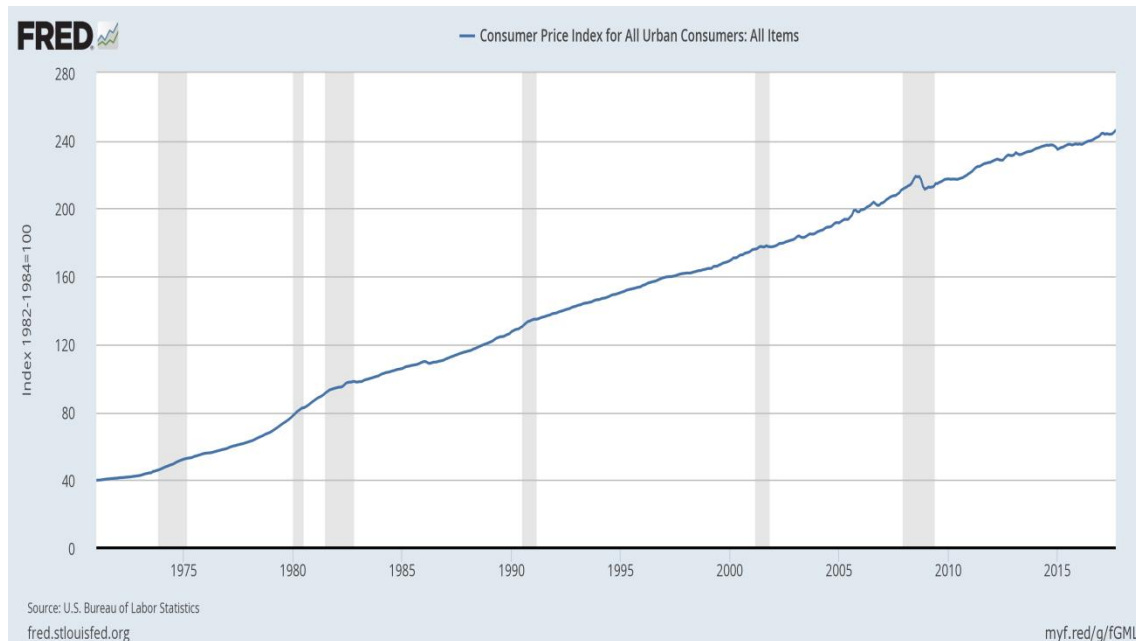
Fuente: *Federal Reserve Economic Data. Elaboración propia.*

Para que un ahorrador del año 1971 no haya visto perder poder adquisitivo de estos, es necesario que sus inversiones le hubieran reportado como mínimo una rentabilidad del 4,17% anual, que es la media de la inflación desde el año 1971 hasta el año 2016.

Si bien es cierto que la inflación supone una depreciación de la divisa, también es cierto que la inflación no es mala per se, ya que un aumento pequeño de la inflación, como máximo el 2%, es uno de los objetivos del Banco Central Europeo en la zona euro, ya que tiene efectos positivos sobre la economía, e incluso una situación de deflación supondría un mayor quebranto para la economía, aunque suponga un aumento del valor de la moneda. Este aumento moderado de la inflación provocaría que los consumidores anticiparan su consumo, ya que intentarían comprar antes para evitar una subida de precio por la inflación, por lo que este componente del PIB se vería incentivado. Sin embargo, un aumento grande de la inflación puede provocar una anticipación de las decisiones de consumo de los ciudadanos tal que provoque un círculo vicioso, de modo que el incentivo del consumo es tal que crecen los precios y por tanto, crece la inflación que es lo que incentiva el consumo. Por otra parte, en una situación de deflación se provoca lo contrario, que los consumidores retrasen sus decisiones de consumo. Por tanto puede causar el mismo efecto pero al revés, es decir, que

retrasen sus decisiones de consumo que provoque una bajada de los precios para que se reactive la demanda, y esto provoque que se retrase todavía más las decisiones de compra esperando una mayor bajada de precios y por tanto una mayor deflacion

Gráfico 12. CPI²¹ Estados Unidos 1971-2015.



Fuente: *Federal Reserve Economic Data*.

Este otro indicador nos muestra como los precios de los consumidores urbanos han aumentado un 245,30 desde el período 1982-1984 que es el que se toma como referencia con valor 100.

Esto supone que el precio de los consumidores urbanos se ha multiplicado por 2 veces y media en poco más de 30 años, lo que supone una depreciación de los ahorros al verse los precios incrementados.

6.-COMPARACIONES ENTRE SISTEMAS

En este apartado se estudiarán la evolución de los principales indicadores macroeconómicos en las economías más importantes del planeta. Se estudia un período que abarca desde 1881 hasta 1989. El objetivo de este apartado es simplemente conocer la evolución de los distintos indicadores según el sistema en el que se encuentran, por lo que nos hacemos cargo de la

²¹ La diferencia entre este índice y la inflación es que en el Consumer Price Index (CPI) se coge una cesta de productos y se valora el aumento de su precio, y en el estudio de la inflación se valora el aumento de los precios en general. Es como la diferencia entre el IPC y la inflación en España.

última serie (1971-1989) en algunos indicadores (Bordo, Michael D.,1993), y de los que se encontraron datos avanzamos hasta el año 2014.

6.1.-INFLACIÓN

Cuadro 8. Inflación comparada entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Período moderno ²² (1990-2014)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	2,4	2,6	2,8	3,5	2,6	1,5	5,6	2,4	2,74	1,11	-1,8	7,6	0,3	3,1
Reino Unido	3,7	2,2	4,6	2,5	3,4	1,5	9,4	6,1	2,78	1,67	-1,5	7,8	0,3	3,1
Alemania	2,7	4,0	2,1	6,2	3,2	1,8	3,3	1,3	1,93 ²³	1,43	-2,1	4,7	0,6	2,6
Francia	5,6	4,1	5,6	5,1	5,5	3,6	8,8	3,2	1,8	1,31	2,2	9,1	-0,0	5,0
Japón	4,5	4,6	4,2	5,7	5,5	1,0	2,6	2,4	0,48	2,63	-1,7	7,3	4,6	5,5
Canadá	2,7	3,0	2,1	3,1	3,5	1,1	7,9	3,0	2,17	1,34	-1,9	6,0	0,4	1,4
Italia	3,8	11,5	5,9	16,0	3,8	2,1	12,9	4,6	3,02	1,63	-1,1	11,7	0,6	3,2
Media	3,6	4,6	3,9	6,0	3,9	1,8	7,2	3,3	2,11	1,58	-1,1	7,7	1,0	3,4

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

En cuanto a la inflación, podemos observar como existe una menor inflación durante el período en el que estaba vigente que el patrón oro, seguido del período de Bretton Woods y el período con mayor inflación es el que presenta moneda fiduciaria. En el período más moderno se puede apreciar una inflación más controlada, sobretodo en el caso de Japón que ha visto un descenso de su inflación desde el final de la década de los 60 y a menudo se ha enfrentado al fantasma de la recesión. Tanto para el periodo convertible como el preconvertible se puede observar como para todos los países, excepto para Japón, la inflación es inferior que en el primer período del sistema de moneda fiduciaria. Durante el período de entre guerras

²² Datos del Banco Mundial

²³ Datos desde 1992

observamos una inflación negativa fruto de los shocks que sufrió la economía durante ese período, de ahí que sea también el período que presenta mayor desviación típica.

El período del patrón oro presenta una baja inflación que en parte confirma la teoría de Hume, el mecanismo de flujo especie, por el cual evitaba que un país tuviera un excesivo superávit comercial durante un largo período de tiempo debido a la influencia de la inflación, que tenderá a 0 conforme más grande sea el período de tiempo. Esto lo podemos observar en todos los países excepto en Japón, que exhibe un comportamiento anormal tanto en su media como en su desviación típica, al ser valores anormalmente altos.

La menor inflación entre el período de Bretton Woods que el período de moneda fiduciaria también permite contrastar el comportamiento más estable de los precios cuando se tiene un tipo de cambio fijo, como es en el patrón cambio, que con tipos de cambio variables, como es en el actual sistema.

El período que contó con menor desviación típica es la época actual, fruto de los esfuerzos de los bancos centrales para controlar la inflación, como por ejemplo el objetivo del 2% del BCE, mientras que la mayor desviación típica aparece en el período de entre 1946 y 1958. Esto lo achaca Michael D. Bordo a los shocks que sufrió Italia en las décadas de los 40 y los 50, que se refleja con una desviación típica de 16 puntos en ese período, lo que influye sobremanera en el indicador.

Por tanto, esta tabla nos permite afirmar que se obtiene una menor inflación con el patrón oro, mientras que la menor desviación se encuentra en el patrón de cambio. Por otra parte, la moneda fiduciaria suspende a la hora de controlar la inflación, ya que tiene la media más alta, aunque con una desviación más moderada, casi a la par que el patrón oro

6.2.-PIB PER CÁPITA

El período de Bretton Woods exhibe el mayor crecimiento del siglo. Además, apenas hay diferencia entre los dos períodos entre los que lo dividimos (4,3 y 4,5). EL período de entre guerras, como podíamos prever, es en el que menos crece el PIB, debido a los shocks a los que hace frente, como por ejemplo la Gran Depresión. Durante la época de patrón oro tampoco vemos un crecimiento robusto, mientras que durante el período de moneda fiduciaria es ligeramente superior al anteriormente comentado, pero casi la mitad que el período de Bretton Woods, tendencia que se acentúa en la actualidad con una pérdida de casi 0,5 puntos

Cuadro 9. PIB per cápita comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Período moderno (1990-2014)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	2,0	2,8	1,8	3,4	2,9	1,9	2,1	2,7	2,57	1,71	0,2	8,1	1,8	5,0
Reino Unido	2,1	1,8	2,1	2,2	2,3	1,4	1,5	4,2	2,03	1,91	1,2	4,5	1,1	2,4
Alemania	5,0	3,3	7,3	3,9	3,6	2,6	2,2	1,9	1,7	2,39	2,6	8,5	1,7	2,9
Francia	3,9	2,2	4,6	2,7	3,9	1,3	1,7	1,5	1,67	1,74	1,3	7,2	1,5	4,6
Japón	8,1	2,7	7,3	2,8	8,9	2,4	3,5	1,1	1,23	2,51	2,0	6,1	1,4	3,8
Canadá	2,5	2,6	1,9	3,2	3,8	1,1	1,6	2,6	2,39	1,93	0,2	8,8	2,3	2,8
Italia	5,6	3,3	5,2	4,4	5,8	1,9	2,5	2,2	0,75	2,67	0,9	4,7	1,0	4,1
Media	4,2	2,7	4,3	3,2	4,5	1,8	2,2	2,3	1,76	2,12	1,2	6,8	1,5	3,7

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

Estas diferencias se pueden deber a diversas razones. El período de Bretton Woods no tuvo ningún shock fuerte en las economías estudiadas, y el período con tipos de cambio fijos permitió que los países pudieran hacer negocios internacionales de forma estable (Bordo, Michael D., 1993).

El período estudiado de la moneda fiduciaria por otra parte hace frente a un shock muy importante, como fue la crisis del petróleo en 1973, que provocó el encarecimiento de los combustibles fósiles de forma artificial, dando lugar a unos desequilibrios que desembocaron en la estanflación.

Además, el crecimiento desarrollado durante el patrón cambio muestra la democratización del crecimiento, al ver que la alta media no se debe a valores dispares, como se analizaba en el apartado anterior con el ejemplo de la desviación de Italia en los años 40 y 50, si no que todos los países estudiados afrontan un crecimiento robusto, y no presenta además la menor desviación típica de la serie debido a la alta desviación del período 1946-1958, por lo que podemos afirmar que el período 1959-1970 no solo fue el de mayor crecimiento, sino el más estable y continuado de todos.

Por lo tanto, en términos de crecimiento del PIB, podemos hablar de un éxito lo conseguido por el sistema monetario del patrón cambio, aunque más aun durante el período convertible, mientras que el de moneda fiduciaria presenta un notable crecimiento, pero casi la mitad que el sistema anteriormente mencionado. Por otra parte, los sistemas anteriores a la Segunda Guerra Mundial son los que presentan peores resultados, tanto en desviación como en media.

6.3.-CRECIMIENTO DE LA MASA MONETARIA²⁴

Cuadro 10. Crecimiento de la masa monetaria comparada entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Período moderno (1990-2014)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	6,3	5,8	6,4	8,3	7,0	1,5	8,6	2,4	5,76	3,56	0,6	8,6	6,1	5,9
Reino Unido	3,2	3,2	1,7	2,9	5,5	2,9	13,5	5,6	7,81	10,87	0,8	4,7	2,1	1,7
Alemania	12,8	3,0	17,6	5,6	10,9	4,7	5,7	4,5	4,91 ²⁵	3,03	1,3	10,1	5,7	4,7
Francia	11,5	7,5	14,7	7,2	8,6	6,6	8,8	3,4	4,91	3,03	6,4	8,5	2,2	3,5
Japón	17,3	15,9	18,2	18,5	14,6	2,5	5,7	6,2	1,55 ²⁶	4,84	0,5	9,7	5,8	10,8
Canada	6,0	4,0	5,0	3,9	9,4	4,3	11,0	5,5	10,9 ²⁷	28,89	1,1	4,7	7,4	5,3
Italia	13,3	7,8	15,9	10,5	12,4	2,0	13,4	4,9	4,91	3,03	3,6	6,2	3,2	3,1
Media	10,1	7,2	11,4	8,1	9,8	3,5	9,5	4,6	6,2 ²⁸	10,24	2,0	7,5	4,6	5,0

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: *Bordo, M. D., (1993). Elaboración propia.*

La masa monetaria tuvo un mayor crecimiento durante los 2 períodos posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Durante el sistema de patrón de cambio podemos observar como tiene un

²⁴ Se recoge la medida M2 de la masa monetaria, es decir, dinero y billetes circulantes, los retenidos por el Banco Central, los depósitos corrientes de los ciudadanos y los depósitos existentes a corto plazo.

²⁵ Datos a partir de 1999 para el euro, por ello tienen mismos valores Alemania, Francia e Italia. Fuente: BCE

²⁶ Datos a partir de 1992. Fuente: Banco Mundial

²⁷ Datos hasta 2008. Fuente: Banco Mundial

²⁸ La media es entre 5, al incluir solo divisas en vez de países, ya que Francia, Italia y Alemania comparten moneda y datos

mayor crecimiento de media que durante el período de moneda fiduciaria. Cabe hacer mención especial a Estados Unidos durante el período 1946-1970, ya que su moneda era la que se tomaba como referencia respecto al oro, y se puede comprobar que tenía un crecimiento inferior a la media en ambos subperíodos. Bajo el sistema convertible desciende el crecimiento y la desviación, por lo que se puede afirmar que el período con tipos de cambio fijos se hace más patente en el período entre 1959-1970.

Conectando con el primer apartado, podemos ver como es necesario menor crecimiento de la masa monetaria con moneda fiduciaria²⁹ para obtener la misma inflación con el sistema convertible de Bretton Woods. Podemos observar haciendo unos sencillos cálculos:

Inflación Bretton Woods/Incremento masa monetaria = $3,6/10,1 = 0,3564$

Inflación patrón oro/Incremento masa monetaria = $1,0/4,6 = 0,2174$

Inflación moneda fiduciaria/Incremento masa monetaria = $7,2/9,5 = 0,7579$

Es decir, para un crecimiento de 1 punto de la masa monetaria, la inflación se incrementa un 0,3564% bajo el sistema de Bretton Woods, un 0,2174% bajo el patrón oro y un 0,7579% bajo la moneda fiduciaria. Esto ayuda a confirmar lo afirmado en el estudio de la inflación, y es que es más difícil controlarla con el sistema actual que con patrón oro o patrón cambio. También es cierto que normalmente el incremento de la masa monetaria durante la vigencia de la moneda fiduciaria se ha realizado como estímulo, como hemos visto con la Quantitative Easing, o para monetizar deuda, lo que provoca que haya una menor confianza en esa moneda y provoca una mayor inflación. Los incrementos de masa monetaria bajo el régimen de patrón oro se podían dar a la par de una subida de las reservas de oro, por lo que la contraparte en oro de la moneda podía ser la misma, a pesar de su incremento.

En cuanto al período moderno, son dignas de mención las grandes diferencias entre unos países y otros, y es que a pesar de que en todos los países estudiados la media se reduce en el actual período, hay que mencionar la excesiva desviación que se da. El claro ejemplo es Canadá, cuyos datos vienen influenciados por el año 2001 en el que creció la masa monetaria en un 125%, mientras que el Reino Unido también presenta una desviación de 2 cifras. Esto se debe a la utilización cada vez más normalizada de las políticas monetarias para estimular la economía que produce grandes variaciones entre un año y otro de este indicador. Los países

²⁹ Se toma como referencia el primer período de moneda fiduciaria

del Euro moderan todos sus datos, lo que demuestra que la creación de la moneda única les sirvió para controlar mejor la masa monetaria y la inflación.

6.4.-TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO Y LARGO PLAZO

Cuadro 11. Tipo de interés nominal a corto plazo comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	3,4	1,9	2,0	0,9	4,8	1,6	8,9	2,6	3,5	2,0	4,8	0,9
Reino Unido	4,0	2,5	2,3	1,8	5,8	1,6	11,2	2,1	3,0	1,8	2,8	0,8
Alemania	4,0	1,5	4,1	1,1	4,0	1,7	5,9	2,4	4,8	1,6	3,2	0,9
Francia	4,2	1,9	3,2	1,5	5,1	1,9	10,3	2,6	3,1	1,4	2,5	0,6
Japón	6,5	0,8	6,8	0,8	5,9	0,4	5,2	2,0	2,0	0,5	2,4	0,5
Canadá	2,9	2,0	2,2	1,3	4,8	1,3	9,2	3,4	0,9	0,4	N.A	
Italia	N.A		N.A		N.A		N.A		N.A		N.A	
Media	4,2	1,8	3,5	1,2	5,1	1,4	8,5	2,5	2,9	1,3	3,2	0,7

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

A corto plazo, observando los cuadros 11 y 13, referidos al tipo de interés real y nominal respectivamente, podemos observar como el período con menor tipo de interés es el de Bretton Woods (4,2), llegando a ser incluso negativo en el caso del tipo de interés real en el período preconvertible (-0,2). En cuanto al patrón oro y la moneda fiduciaria, tienen distintos comportamientos según estudiemos el interés nominal o real. En cuanto al nominal, bajo el patrón oro es menor, 3,2 el patrón oro frente a un 8,5 del otro régimen, y con menos desviación, presentando un 0,7 frente a un 2,5, mientras que si tomamos el interés real vemos que es justamente al contrario, y presenta mayor media, 2,3 frente a 2,0, y desviación, 3,7 contra un 3,2 que el período más moderno.

Cuadro 12. Tipo de interés nominal a largo plazo comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	3,9	1,3	3,0	0,4	5,0	1,1	10,4	2,1	4,2	0,6	3,8	0,3
Reino Unido	5,2	1,8	3,9	0,8	6,6	1,3	12,1	2,8	4,1	0,7	2,9	0,2
Alemania	6,3	0,7	5,9	0,5	6,7	0,7	7,8	1,5	6,9	1,8	3,7	0,2
Francia	5,7	0,8	5,8	0,5	5,7	1,0	10,9	2,4	4,6	0,8	3,2	0,3
Japón	7,0	0,1	N.A.		7,0	0,1	7,1	1,8	N.A.		N.A.	
Canada	4,5	1,5	3,8	0,8	5,9	1,0	10,3	2,3	4,7	0,8	3,5	0,4
Italia	6,0	0,7	6,3	0,4	5,7	0,7	13,7	3,3	5,9	0,6	4,2	0,5
Media	5,5	1,0	4,8	0,6	6,1	0,9	10,3	2,3	5,1	0,9	3,6	0,3

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

En cuanto a los tipos a largo plazo, nos basamos en los datos de los cuadros 12 y 14, referidos al tipo de interés nominal y real respectivamente, el período con menor desviación y menor media sería el patrón oro en el caso del interés nominal. Seguido de él se encuentra el período entreguerras. De entre los dos períodos posteriores a la Segunda Guerra Mundial, el sistema de Bretton Woods presenta valores más bajos, tanto en menor media como menor desviación. En cuanto al tipo de interés a largo plazo real, el período con el patrón cambio vigente es el que presenta los intereses más bajos, al contrario que el período de entre guerras y con patrón oro. En cuanto a la desviación, presentan los mejores resultados tanto el sistema más actual como el patrón oro.

Cuadro 13. Tipo de interés real a corto plazo comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	0,3	3,9	-1,2	4,7	2,4	0,4	2,5	2,8	3,8	6,7	4,8	2,0
Reino Unido	-0,1	3,4	-2,4	3,3	2,3	1,1	1,3	5,1	4,2	7,1	2,9	2,3
Alemania	2,2	2,6	3,0	3,6	1,6	1,5	2,5	1,9	5,1	5,2	2,4	2,3
Francia	-0,9	5,2	-3,3	6,9	1,2	1,4	2,1	2,8	1,2	14,7	2,8	6,4
Japón	1,9	2,5	2,7	2,8	0,5	1,1	1,4	3,5	1,4	8,8	-1,5	5,5
Canada	-0,3	4,2	0,1	3,4	2,0	0,7	2,5	3,2	-0,8	1,3	N.A.	
Italia	N.A.		N.A.		N.A.		N.A.		N.A.		N.A.	
Media	0,5	3,6	-0,2	4,1	1,7	1,0	2,0	3,2	2,5	7,3	2,3	3,7

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

Cuadro 14. Tipo de interés real a largo plazo comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	0,8	3,6	-0,7	4,4	2,5	0,7	3,9	3,8	4,6	6,8	3,7	2,2
Reino Unido	1,1	2,8	-0,8	2,6	3,2	1,0	2,2	3,7	5,4	7,1	3,0	2,5
Alemania	4,3	2,8	4,3	4,4	4,3	1,0	4,4	0,9	6,9	6,0	2,9	2,4
Francia	0,4	4,4	-1,2	6,2	1,8	1,0	2,7	3,1	1,0	15,1	3,5	6,5
Japón	1,7	1,3	N.A.		1,7	1,3	2,0	4,2	N.A.		N.A.	
Canada	1,3	3,8	3,8	0,8	3,0	0,6	3,6	2,8	4,7	0,8	3,5	0,4
Italia	1,0	2,2	2,9	1,9	0,7	0,4	1,1	1,0	1,3	3,6	0,4	1,4
Media	1,3	4,4	2,0	3,1	2,7	1,1	2,7	3,4	4,8	6,1	3,5	2,4

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

Por tanto, en cuanto al comportamiento de los tipos de interés no podemos sacar ninguna conclusión clara. Si tomamos el tipo de interés real, podremos observar que los 2 sistemas posteriores a la 2ª Guerra Mundial tienen medias más bajas, mientras que en la desviación se une el patrón oro, al presentar niveles bajo de desviación. En cuanto al tipo de interés nominal, presentan los valores más bajos en ambos indicadores los 2 sistemas previos a la 2ª Guerra Mundial.

6.5.-TIPO DE CAMBIO

La comparación de tipo de cambio se hará por medio del tipo de cambio nominal en el cuadro 15, y del tipo de cambio real en el cuadro 16, para obtener unos datos más claros.

Cuadro 15. Tipo de cambio nominal comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	0,7	0,8			0,7	0,8						
Reino Unido	2,4	6,3	3,6	8,3	1,4	3,9	10,1	4,7	6,8	7,9	0,2	0,2
Alemania	1,8	3,8	2,4	5,3	1,3	2,1	9,3	8,2	3,9	9,5	0,2	0,1
Francia	2,5	7,7	4,4	11,3	1,1	3,3	10,7	7,8	17,8	16,9	0,3	0,2
Japón	15,9	37,2	22,0	42,6	0,2	0,2	8,8	9,5	6,7	8,9	2,9	4,5
Canada	1,6	1,9	2,2	2,0	0,8	1,9	3,7	2,4	2,6	3,4	0,0	0,0
Italia	7,4	20,6	14,1	27,4	0,2	0,2	10,9	9,0	13,6	20,1	1,4	1,5
Media	4,6	11,2	8,1	16,1	0,8	1,8	8,9	6,9	8,6	11,1	0,8	1,1

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: Bordo, M. D., (1993). *Elaboración propia*.

Cuadro 16. Tipo de cambio real comparado entre distintos sistemas monetarios

País	Bretton Woods (1946-1970)		Bretton Woods Preconvertible (1946-58)		Bretton Woods Convertible (1959-70)		Moneda fiduciaria (1971-89)		Entre guerras (1919-1938)		Patrón oro (1881-1913)	
	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D	M	D
EEUU	1,7	1,0			1,7	1,0						
Reino Unido	3,5	5,5	4,7	7,1	2,5	3,5	9,4	4,3	6,5	6,9	1,7	1,5
Alemania	2,8	5,1	3,8	7,3	1,9	1,8	8,8	8,2	5,8	9,2	2,4	1,2
Francia	4,1	5,6	6,2	7,7	2,5	2,9	9,2	7,7	8,9	6,9	4,3	5,0
Japón	3,0	1,5	4,4	4,3	2,1	1,2	9,6	8,9	7,8	7,2	6,6	5,6
Canadá	2,4	2,3	2,4	2,3	1,2	1,7	3,8	2,0	3,2	2,8	2,6	2,2
Italia	8,0	18,7	13,1	25,2	2,4	1,6	8,6	7,8	13,3	16,9	2,1	1,7
Media	3,6	5,7	5,8	9,0	2,0	2,0	8,2	6,5	7,6	8,3	3,3	2,9

Nota: M=Media Aritmética D=Desviación típica

Fuente: *Bordo, M. D., (1993) Elaboración propia.*

Las menores fluctuaciones entre los tipos de cambio se encuentran durante el sistema de Bretton Woods Convertible y el patrón oro. Este comportamiento se aprecia tanto en términos nominales como reales. Como ya se comentó en el punto 6.2, unos tipos de cambio estables permitieron un mayor comercio entre los países.

Por otra parte, el sistema de Bretton Woods Preconvertible es el que presenta mayor desviación entre los tipos de cambio, fruto de las devaluaciones que siguieron a la Segunda Guerra Mundial para intentar recuperar la economía a base de exportaciones. El ejemplo más claro es Italia, que presenta una variación de 2 cifras tanto en la media como en la desviación, tanto en términos nominales como en términos reales. A su vez, Japón presenta unos elevados datos en términos nominales, pero que se moderan cuando se convierten en reales.

El sistema de moneda fiduciaria no permite controlar los tipos de cambio, al observar unos elevados indicadores tanto en la media como en la desviación. Como se ha podido observar en el estudio de la inflación y el crecimiento de la masa monetaria, la moneda fiduciaria es el sistema en el que más varían los indicadores con una menor variación de la masa monetaria, al depender de la confianza en el banco central y el país en vez de tener un respaldo “físico”.

7.-CONCLUSIONES

Este estudio ha querido analizar la evolución del Sistema Monetario Internacional, pasando por sus causas y las ventajas y desventajas que tiene cada sistema por el que hemos pasado.

Se puede afirmar que bajo el régimen del patrón oro la estabilidad económica es mayor, aunque es cierto que encorseta demasiado en situaciones anormales de la economía en las que sea necesario un impulso. Por desgracia, la mayoría de las ocasiones en que esto fue necesario se debió a conflictos bélicos, sin embargo también me refiero a situaciones anormales para un país, como pueden ser desastres naturales o como la crisis del petróleo de 1973, que se debió a una inflación artificial de los precios de los combustibles. En esos casos puede ser necesario recurrir a políticas monetarias y fiscales expansivas para dar un empujón a la economía y puede ser positivo abandonar el patrón oro temporalmente.

El sistema actual deja poco margen de maniobra para los estímulos financieros, ya que al llevar unas 4 décadas sin patrón oro los estímulos han pasado de ser coyunturales a ser estructurales, dando cada vez menos margen de maniobra de realizar verdaderos incentivos económicos a la economía ante crisis. Sirva de ejemplo lo apuntado en el punto 4.6.3 de este estudio sobre el déficit de Estados Unidos, en el que se demostraba que actualmente Estados Unidos presenta déficit constante, o la crisis de deuda que ha azotado a la Unión Europea, que a pesar de hacer un esfuerzo significativo por medio de la QE para paliar presión sobre el precio de la deuda, ha hecho que los países se relajen en sus objetivos de déficit y actualmente sigan aumentando la deuda.

La historia ha demostrado que cuando los gobiernos no tienen un control externo y objetivo para su actividad han tendido a engordar la deuda y aumentar el gasto público del país, provocando en varios casos la bancarrota. Por ello, aunque pienso que en determinados momentos es positivo un régimen de moneda fiduciaria, debe desarrollarse un mecanismo para que cuando un país se encuentre en un ciclo expansivo económico, se active el patrón oro para evitar que se acumulen déficits y deuda, y cambiarlos por superávits fiscales, de modo que cuando se encuentre en un ciclo de recesión pueda haber margen para políticas monetarias y fiscales expansivas, y la vuelta a un régimen de moneda fiduciaria para dotar de mayor libertad y mayores herramientas a la economía en situaciones en que necesite un impulso artificial.

8.-BIBLIOGRAFÍA

Aglietta, M.; Moatti, S. (2002): *El FMI: del orden monetario a los desórdenes financieros*, Editorial AKAL.

Álvarez Moro, O. (2009): *¿Qué es el dinero? La m0, m1, m2, m3 y m4*, tomado de: <https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-el-dinero-la-m0-m1-m2-m3-y-m4>

Arenas Rosales, R. (2005): *La evolución del Sistema Monetario Internacional: 1945-1985*.

Asesoría Pérez (2011): *Hiperinflación en Alemania: un vaso de cerveza por 4000 millones de marcos*, tomado de: www.tarracogest.com/hiperinflacion-alemana-en-1923-un-vaso-de-cerveza-por-4-000-millones-de-marcos/

Banco Central Europeo: datos sobre emisión monetaria (M2) del año 1999 al 2014. Tomado de: https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?i=d=JDF_ICP_COICOP_ANR

Banco Mundial: datos de 1990 a 2014 del crecimiento del PIB (Estados Unidos, Canadá, Italia, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia), emisión monetaria (Estados Unidos, Japón, Canadá, Reino Unido) e inflación (Japón, Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Canadá). Tomado de: <https://datos.bancomundial.org/indicador/FM.LBL.BMNY.ZG?end=2016&locations=US&start=1990>

Bordo, M. D. (1993): “The Bretton Woods Monetary System: a historical overview”, en Bordo, M. D.; Eichengreen, B: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Ed. National Bureau of Economics. Tomado de: <http://www.nber.org/chapters/c6867.pdf>

Calvo, P. (2015): *Suiza quita las ataduras a su divisa y el dinero mundial vuelve al refugio del franco*, tomado de: https://www.elconfidencial.com/mercados/inversion/2015-01-15/suiza-elimina-el-cambio-maximo-del-franco-frente-al-euro-y-pone-patas-arriba-el-mercado_622234/

Cambio euro: datos sobre la cotización euro-dólar desde 1999 hasta 2017, tomado de: <https://www.cambioeuro.es/grafico-euro-dolar/>

Cardenal, A. (2014): *¿De qué depende el valor de la moneda de un país?*, tomado de: <https://latin.tradingfloor.com/articulos/de-que-depende-el-valor-de-la-moneda-de-un-pais-1485528476>

Daniels, J. D.; Radebaugh, L. H.; Sullivan, D. P.(2004): *International Business*, Editorial Pearson Prentice Hall.

Datos Macro: datos sobre los tipos del Banco Central de Rusia, tomado de: <https://www.datosmacro.com/tipo-interes/rusia>

Economía Fácil (2013): *Los cajones de los bancos centrales para monetizar deuda*, tomado de: <https://www.ennaranja.com/economia-facil/los-cajones-de-los-bancos-centrales-como-metodo-para-monetizar-la-deuda/>

Economipedia: *Los acuerdos de Bretton Woods*, tomado de: <http://economipedia.com/historia/acuerdos-de-bretton-woods.html>

Eichengreen, B. (2000): *La globalización del capital: historia del Sistema Monetario Internacional*, Editorial Antoni Bosch.

Federal Reserve Economic Data: datos de precios del consumidor, inflación, base monetaria, déficit, deuda pública, deuda federal mantenida por bancos, balance del BCE, balance de la FED y reservas bancarias, tomado de: <https://fred.stlouisfed.org/>

Fondo Monetario Internacional (2016): *Derechos Especiales de Giro*, tomado de: www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR

Fundeu: *Too Big To Fail*, tomado de: <http://www.fundeu.es/consulta/too-big-to-fail/>

Ghizoni, S. K.: *Creation of the Bretton Woods System*, tomado de: https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton_woods_created

Hank, S.; Kwok, A. (2009): “On the Measurement of Zimbabwe’s Hyperinflation”, en *Cato Journal*, Volumen 29, nº2. Tomado de: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.302.9356&rep=rep1&type=pdf>

Huerta de Soto, J. (2009): *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, Editorial Unión Editorial.

Lelart, M. (1996): *El sistema monetario internacional*, Editorial Acento Ediciones. Tomado de: http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/SMFI/Michel%20Lelart_El%20FMI.pdf

López Zafra, J. M. (2014): *El retorno al patrón oro*, Editorial Deusto.

Marrero Gómez, M. (2011): *Hiperinflación en Zimbabue*, tomado de: www.eafit.edu.co/investigacion/comunidad-investigativa/semilleros/bufete-financiero/Documents/Inflación%20en%20Zimbabue.pdf

Oro y Finanzas (2016): *El London Gold Pool de los bancos centrales y la manipulación del precio del oro de 1961 a 1968*, tomado de: <https://www.oroymas.com/2016/04/london-gold-pool-bancos-centrales-manipulacion-precio-oro-1961-1968/>

Pérez, C. (2012): *El BCE hará lo necesario para sostener el euro*, tomado de: https://elpais.com/economia/2012/07/26/actualidad/1343298454_662169.html

Polleit, T. (2013): *Hace 90 años, el fin de la hiperinflación alemana*, tomado de: <http://www.miseshispano.org/2013/11/hace-90-anos-el-fin-de-la-hiperinflacion-alemana/>

Rallo, J. R.(2011): *En qué consiste la monetización de deuda pública*, tomado de: <https://www.libremercado.com/2011-12-09/juan-ramon-rallo-en-que-consiste-la-monetizacion-de-deuda-publica-62329/>

Sánchez Quiñones, J. (2015): *Cómo monetizar la deuda*, tomado de: <http://www.expansion.com/blogs/blog-jsq/2015/11/06/como-monetizar-la-deuda.html>

Self Bank (2017): *Backwardation, el efecto contrario al contango en el mercado de futuros*, tomado de: <http://blog.selfbank.es/backwardation-efecto-contrario-al-contango-mercado-futuros/>

Scott Trask, H.A. (2013): *La inflación y la Revolución Francesa: La Historia de una catástrofe monetaria*, tomado de: <http://www.miseshispano.org/2013/01/la-inflacion-y-la-revolucion-francesa-la-historia-de-una-catastrofe-monetaria/>

Tajadura, C. (2016): *¿Ha sido efectiva la QE en Europa y debería continuar?* Tomado de: http://www.abc.es/economia/abci-sido-efectiva-europa-y-deberia-continuar-201609191700_noticia.html

Trefis Team (2015): *Quantitative Easing in focus: The U.S. experience*, tomado de:
<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/16/quantitative-easing-in-focus-the-u-s-experience/3/#275d16e22e63>

Unión Europea: *La historia de la Unión Europea 1946-1959*, tomado de:
https://europa.eu/european-union/about-eu/history/1946-1959/1958_es

Universidad de Alicante: *Capítulo 2: Las relaciones económicas internacionales*, tomado de:
https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/19194/8/Tema_2.pdf

Universidad del País Vasco: *La crisis de Bretton Woods*, tomado de:
www.ehu.es/Jarriola/Docencia/.../4.%20La%20crisis%20de%20Bretton%20W.pdf

Walker, A. (2014): *Has the quantitative easing worked in the US?* Tomado de:
<http://www.bbc.com/news/business-29778331>