1. El SEI antes de Bretton Woods (1819-1944)

El sistema anterior a Bretton Woods coincide con la consolidación del capitalismo industrial y tiene dos etapas, el patrón oro y el periodo de entreguerras. Cada una se presenta con el mismo esquema que Bretton Woods: su contexto, sus tres ámbitos, comercial, monetario y financiero, que Bretton Woods confiaría a organismos distintos, y unas conclusiones.

1.1. El patrón oro (1819-1914)

1.1.1. Contexto: la hegemonía británica

La etapa coincide con la consolidación del capitalismo industrial y con la hegemonía británica, cuyo reflejo financiero fue la City de Londres. Se distinguen la temprana adopción británica del oro (Ley Peel, 1819) y la consolidación del patrón oro internacional clásico hacia 1870-1914, años que son también los de la primera globalización comercial y financiera.

1.1.2. Ámbito comercial: proteccionismo y librecambio

Debate: durante el s. XIX persistió el debate entre proteccionismo y liberalismo comercial.

- El proteccionismo se apoyaba en el mercantilismo de Malynes y Mun, para quienes la riqueza era acumular metales preciosos con superávits comerciales, y en el argumento de la **industria naciente** de Hamilton (*Informe sobre las manufacturas*, 1791), desarrollado por List (1841): las industrias jóvenes necesitan protección mientras se capitalizan.
- El liberalismo se apoyaba en la ventaja absoluta de Smith y la comparativa de Ricardo.

Giro librecambista: a mediados de siglo se impuso el liberalismo con tres hitos: la abolición de las Corn Laws (1846); el Tratado Cobden-Chevalier (1860), con rebajas arancelarias mutuas y la cláusula de nación más favorecida, y la eliminación progresiva en EE. UU. del "arancel abominable" de 1828, con una media del 62 % sobre las importaciones gravadas. Se aceleraron los flujos comerciales, sobre todo norte-norte, en la llamada **primera globalización**. Desde finales de la década de 1870, aranceles como los de Bismarck (1879) y Méline (1892), alimentados por el cereal barato de América y Rusia y por la deflación de 1873-1896, la moderaron sin interrumpirla, y el comercio siguió creciendo hasta 1914.

1.1.3. Ámbito monetario: Ley Peel y patrón oro

Antecedentes: durante siglos rigió el bimetalismo, con una relación legal entre el oro y la plata distinta de la de mercado, y de ahí la ley de Gresham: la moneda mala expulsa a la buena. Newton fijó en 1717 una relación que sobrevaloraba el oro y expulsó de hecho a la plata de la circulación británica.

Adopción: la suspensión de la convertibilidad en 1797 (Bank Restriction Act) y la deuda de las guerras con la Francia revolucionaria y napoleónica alimentaron la controversia bullonista y, después, el debate entre la **escuela monetaria** de Lord Overstone, que pedía limitar la emisión de billetes con contrapartida en oro, y la **escuela bancaria** de Tooke y J. S. Mill, para la que, con convertibilidad, la emisión se ajustaba a las necesidades del comercio (principio del reflujo). La controversia bullonista se saldó con la Ley Peel (1819), que restableció la convertibilidad en 1821, y el debate entre escuelas, con la Bank Charter Act (1844), que dio la razón a la escuela monetaria al exigir respaldar en oro los billetes emitidos por encima de una emisión fiduciaria fija. El patrón oro se extendió sobre todo desde 1873, cuando Alemania desmonetizó la plata, con un efecto de arrastre y una deflación entre 1873 y 1896.

Diseño: la unidad de cuenta era una cantidad fija de oro, de modo que los tipos de cambio quedaban fijos de forma automática e indirecta, con un pequeño margen entre los **puntos del oro** (la paridad más o menos el coste de transportar el oro). En el punto de exportación, techo del tipo de cambio, al importador le conviene enviar oro antes que comprar divisas, y la depreciación se detiene. En el de importación, el suelo, al exportador le conviene cobrar en oro antes que vender divisas, y la apreciación se detiene.

Compromisos: plena convertibilidad, libre circulación del oro, intervención no esterilizada y las llamadas reglas del juego, es decir, subir el tipo de descuento al perder oro para reforzar la contracción monetaria.

Ajuste: es el mecanismo de flujo-especie de Hume (1752). El déficit provoca una salida de oro que reduce la masa monetaria y los precios, abarata las exportaciones y corrige el déficit, y en el superavitario ocurre lo inverso.

1.1.4. Ámbito financiero: los flujos de capital y la City de Londres

Entre 1870 y 1914 hubo una primera gran ola de flujos de capital a largo plazo, en bonos soberanos, ferrocarriles e inversión real, comparable, según algunas estimaciones, en relación con el PIB a la de finales del s. XX. Con el riesgo cambiario limitado a los puntos del oro, la City de Londres se consolidó como centro financiero mundial, banquero, asegurador y cámara de compensación, y la letra sobre Londres financiaba gran parte del comercio mundial. Predominaba la inversión en cartera, hacia las Américas, el Imperio y los territorios de nuevo asentamiento. Sin prestamista de última instancia internacional, crisis como la de Baring (1890) se resolvieron con acuerdos entre bancos centrales y casas de banca.

1.1.5. Conclusiones

Aspectos positivos: estabilidad interna, porque atar el dinero al oro frenaba la inflación de origen monetario, y externa, por el flujo-especie y el uso de la libra.

Limitaciones: renuncia a la autonomía monetaria; inestabilidad de precios a corto y medio plazo, como la deflación de 1873-1896; posibles problemas de liquidez si la actividad crecía más que la extracción de oro, y asimetría del ajuste, que recaía sobre el deficitario.

Balance: el ajuste no fue automático ni simétrico, por las rigideces de precios, la falta de cooperación de los superavitarios y el incumplimiento de compromisos. La prohibición de esterilizar se cumplió solo a medias, pues en el 60 % de las observaciones anuales de 1880-1914 los activos internacionales e internos de los bancos centrales se movieron en sentido opuesto, y las subidas del tipo de descuento operaron sobre todo atrayendo capital a corto plazo, de modo que el ajuste descansó más en los flujos de capital y en la renta que en los precios. Con todo, el sistema funcionó satisfactoriamente hasta 1914, y los problemas de liquidez no lo pusieron en peligro gracias a los grandes descubrimientos de oro y al uso de la libra como sustituto del oro.

1.2. Periodo de entreguerras (1918-1939)

1.2.1. Contexto: la IGM y la Gran Depresión

La Primera Guerra Mundial abrió una etapa de búsqueda de un nuevo equilibrio en un contexto desequilibrado, con dos fases: hasta el *crack* del 29 y de la Gran Depresión a la Segunda Guerra Mundial.

1.2.2. Ámbito comercial: proteccionismo y devaluaciones

Proteccionismo: Alemania, Reino Unido y Francia se protegieron ante sus déficits, y Reino Unido abandonó el librecambio en 1932 con la Import Duties Act y firmó tratados bilaterales sin nación más favorecida. En EE. UU., la Ley Smoot-Hawley (1930) elevó los aranceles de más de 20.000 productos y provocó represalias, y la Reciprocal Trade Agreements Act (1934) intentó revertir la espiral. Entre 1929 y 1933 el comercio mundial se contrajo en torno a dos tercios en valor, lo que agravó y propagó la Depresión.

Guerras de divisas: Francia, Reino Unido y Estados Unidos recurrieron a devaluaciones competitivas, políticas de empobrecimiento del vecino.

1.2.3. Ámbito monetario: cambios-oro y flotación

Patrón de cambios-oro: en 1914 los países abandonaron el oro para financiar la guerra con emisión. Ante el riesgo de que el oro no bastase para las reservas mundiales, la Conferencia de Génova (1922) recomendó el **patrón de cambios-oro**. Las reservas podían ser oro o monedas de las principales economías, respaldadas a su vez en oro, con EE. UU. y Reino Unido como banqueros. Reino Unido volvió en 1925, con el patrón oro-lingote, a la paridad de preguerra, 4,86 $ por libra, decisión de Churchill que, según Keynes (1925), sobrevaloraba la libra en torno a un 10 %. La restauración se generalizó entre 1924 y 1928, con excepciones como China, la Unión Soviética o España. Como descansaba en divisas convertibles, el sistema era frágil ante una pérdida de confianza, la misma tensión entre liquidez y confianza que Triffin diagnosticaría en Bretton Woods.

Colapso y flotación: sin un acuerdo que garantizase la cooperación, fracasó por el auge de EE. UU., nuevo ancla poco sensible a su papel, y por el desempleo, que llevó a priorizar el equilibrio interno. Tras los ataques especulativos, Reino Unido suspendió la convertibilidad en septiembre de 1931 y EE. UU. abandonó el sistema en 1933. Ni la Conferencia Económica Mundial (1933) ni el Acuerdo Tripartito (1936) evitaron una flotación sin cooperación.

1.2.4. Ámbito financiero: reparaciones y *crack* del 29

Reparaciones: los beligerantes acumularon grandes deudas. El Tratado de Versalles (1919) obligó a Alemania a indemnizar a los vencedores, y la Comisión de Reparaciones fijó en 1921 la cuantía en 132.000 millones de marcos oro. Alemania se endeudó en el exterior y monetizó el déficit, con una hiperinflación que culminó en noviembre de 1923. Keynes (1929) planteó el **problema de la transferencia**: convertir los marcos en divisas exigía superávits y un fuerte deterioro de la relación real de intercambio. Ohlin (1929) replicó que los pagos elevarían la demanda de exportaciones alemanas. El Plan Dawes (1924) lo trató como un problema de liquidez, con crédito estadounidense, y el Plan Young (1929), como de solvencia, rebajando la deuda. Para canalizar los pagos se creó el BIS (1930), pero se interrumpieron en 1931.

Gran Depresión (1929-1933): su principal detonante fue el *crack* bursátil del 29 de octubre de 1929, y entre septiembre de 1929 y julio de 1932 el Dow Jones perdió un 89 %. Se explica por la sobreproducción, porque Europa recuperó su capacidad y se sumó a la de los neutrales sin que creciera el consumo, o por el subconsumo, con salarios que crecían menos que la productividad, tesis que Keynes rehabilitó en parte al situar la causa del paro en la insuficiencia de la demanda efectiva. La agravaron la debilidad bancaria, con retiradas masivas de depósitos (*bank runs*) y restricción del crédito (*credit crunch*), y una política

inadecuada. Como el público elevó su relación efectivo-depósitos y los bancos sus reservas, el multiplicador monetario se contrajo y, pese al aumento de la base, la oferta monetaria cayó en torno a un tercio entre 1929 y 1933 (Friedman y Schwartz, 1963), y la política fiscal se mantuvo austera, fiel al presupuesto equilibrado. En EE. UU. el paro llegó al 25 % y la producción industrial cayó cerca de un 47 %, y el contagio llegó por la quiebra del Credit-Anstalt (1931), la repatriación de capitales y la caída de las importaciones estadounidenses. La Ley Glass-Steagall (1933) separó la banca de inversión de la comercial, y el New Deal de Roosevelt (1933-1938) giró en torno al alivio, la recuperación y la reforma (*relief*, *recovery*, *reform*), y dejó el fondo de garantía de depósitos (FDIC) y el regulador del mercado de valores (SEC).

1.2.5. Conclusiones

Aspectos positivos: Génova atendió al problema de liquidez, y quedaron instituciones duraderas, como el BIS y, con el New Deal, la FDIC y la SEC.

Limitaciones: el patrón de cambios-oro cedió ante la pérdida de confianza, y la flotación dejó el ajuste al proteccionismo y a las devaluaciones.

Balance: fue una etapa de fallos de coordinación que desembocó en la mayor guerra de la historia. La crisis dio entrada a las ideas de Keynes y dejó tres lecciones:

1. La **estabilidad hegemónica**, a partir del diagnóstico de Kindleberger (1973): la Depresión fue tan profunda porque Reino Unido ya no podía ejercer de estabilizador, abriendo su mercado, prestando de forma anticíclica y actuando como prestamista de última instancia, y EE. UU. aún no estaba dispuesto.
2. *El caos monetario de suma negativa (Nurkse, 1944)*: devaluaciones competitivas y capitales golondrina, a los que Bretton Woods respondió con tipos fijos pero ajustables, controles de capital y el FMI.
3. Los **grilletes de oro** (Eichengreen, 1992): el patrón oro transmitió la Depresión, y quienes antes lo abandonaron antes se recuperaron, lección de primacía del equilibrio interno.

En suma, el patrón oro sostuvo la primera globalización con un ajuste asimétrico, y el periodo de entreguerras antepuso el equilibrio interno al externo con aranceles y devaluaciones. De ese fracaso nació, con el Acta Final del 22 de julio de 1944, el sistema de Bretton Woods.

2. El sistema de Bretton Woods (1944-1967)

El sistema nació de la negociación entre los planes de White y de Keynes, y se examina con el mismo esquema por ámbitos.

2.1. Contexto: Plan White y Plan Keynes

Plan White (EE. UU.): desde una economía acreedora, proponía tipos de cambio fijos en oro o en una unidad ligada a él (*unitas*), un fondo intergubernamental con recursos limitados y préstamos condicionales, y eliminar las preferencias de la Commonwealth (Ottawa, 1932).

Plan Keynes (Reino Unido): desde una economía deudora, proponía un banco central mundial, la International Clearing Union, que crease una moneda de reserva, el *bancor*, con unos 26.000 M$, autonomía de la política interna y un ajuste simétrico entre deudores y acreedores.

El punto más disputado fue el reparto de la carga del ajuste. El resultado, articulado en tres pilares institucionales, se acercó mucho más al Plan White, y la única concesión a la simetría que pedía Keynes fue la cláusula de moneda escasa, procedente del Plan White.

Embedded liberalism (Ruggie, 1982): el sistema combinaba la apertura exterior, con libre comercio y tipos fijos, con la autonomía de la política interna, gracias a los controles de capital y al margen para el pleno empleo. Se distinguía así del patrón oro, que sacrificaba la autonomía interna, y del sistema posterior, con libre movilidad del capital.

2.2. Segunda globalización y GATT

2.2.1. Segunda globalización

Bretton Woods propició un intenso aumento del comercio de mercancías entre los países occidentales, con los flujos de capital restringidos por diseño.

2.2.2. Institución: el GATT

Definición: el GATT (1947) fue el acuerdo multilateral que pervivió como marco del comercio cuando fracasó la OIC, prevista como tercer pilar, al renunciar el Ejecutivo estadounidense (1950) a ratificar la Carta de La Habana (1948). Nacido como provisional, reguló el comercio durante casi medio siglo, hasta la OMC (1995).

Objetivos: según su preámbulo, elevar el nivel de vida, lograr el pleno empleo, utilizar plenamente los recursos mundiales y expandir el comercio de mercancías, con acuerdos recíprocos para reducir los aranceles y eliminar el trato discriminatorio.

Miembros: lo firmaron en Ginebra, el 30 de octubre de 1947, veintitrés partes contratantes fundadoras.

Funcionamiento: sus concesiones se aplicaron desde 1948 mediante el Protocolo de Aplicación Provisional, y la liberalización avanzó por rondas de negociación.

Evolución: las rondas, desde Ginebra (1947), culminaron en la Ronda Kennedy (1964-1967), con una reducción media del 35 % de los aranceles industriales, mientras la CEE completaba su unión aduanera en 1968.

2.3. Ámbito monetario: patrón oro-dólar y FMI

2.3.1. El sistema de tipos de cambio (Art. IV)

Se adoptó un patrón de cambios-oro con el dólar en lugar de la libra:

1. Paridad dólar-oro de 35 $ por onza, con EE. UU. obligado a convertir dólares en oro a petición de cualquier banco central.
2. Tipos fijos frente al dólar, con bandas del ±1 %, ajustables ante un "desequilibrio fundamental": sin objeción del FMI hasta el 10 % y con su autorización por encima.
3. Controles de capital (Art. VI), que permitían combinar tipos fijos y autonomía monetaria sacrificando la movilidad del capital, el vértice del **trilema** de Mundell-Fleming.

2.3.2. El mecanismo de ajuste

Su elemento característico era el procedimiento para corregir los desequilibrios, que trataba de evitar tanto la deflación automática del patrón oro como las devaluaciones competitivas de entreguerras. El deficitario debía recurrir primero a la financiación del Fondo, después al ajuste interno de la demanda y, solo ante un desequilibrio fundamental, a modificar la paridad. Así, la financiación no sustituía al ajuste, sino que compraba tiempo para llevarlo a cabo sin deflación brusca. El desequilibrio fundamental nunca se definió, y las paridades fueron mucho más rígidas de lo previsto. Para el superavitario solo existía la **cláusula de moneda escasa** (Art. VII), que nunca se invocó, entre otras razones porque habría recaído sobre EE. UU. De esa asimetría arranca el primer problema estructural.

2.3.3. El dólar como moneda de reserva

Como el dólar era la única moneda convertible en oro, los bancos centrales acumulaban dólares, y EE. UU. suministraba liquidez con déficits persistentes. El sistema funcionaba mientras se confiase en la convertibilidad. La convertibilidad por cuenta corriente (Art. VIII) tuvo un periodo transitorio (Art. XIV), porque las economías europeas tenían fuertes déficits comerciales. Las monedas europeas no alcanzaron la convertibilidad exterior hasta diciembre de 1958, y Japón, hasta 1964, de modo que el sistema tal como fue concebido funcionó poco más de una década, hasta 1971.

2.3.4. Institución: el Fondo Monetario Internacional

Definición: creado en 1944 y operativo desde 1947, era una organización intergubernamental constituida como fondo de reservas, no como banco central.

Objetivos: cooperación y estabilidad cambiaria, expansión del comercio, pagos multilaterales y financiación de desequilibrios.

Estructura: su dotación, 8800 M$ frente a los 26.000 de Keynes, se aportaba por cuotas proporcionales al peso de cada economía, un 25 % en oro y un 75 % en moneda nacional.

Funcionamiento: las cuotas fijaban el voto y la capacidad de giro. El tramo oro era casi automático, y los de crédito exigían un programa de ajuste, origen de la **condicionalidad**, formalizada con los acuerdos *stand-by* (1952).

Evolución: en los sesenta se reforzó con el Acuerdo General de Préstamos del G10 (1962) y con los DEG (1969), activo de reserva desligado del déficit estadounidense y del oro.

2.4. BIRF, Plan Marshall y euromercados

2.4.1. Institución: el BIRF

Definición: el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) se creó en 1944.

Objetivos: financiar la reconstrucción y, después, el desarrollo.

Estructura: es hoy una de las cinco instituciones del Grupo Banco Mundial, con la AIF, la IFC, el MIGA y el CIADI.

Financiación: a diferencia del FMI, se diseñó para apalancarse y endeudarse en los mercados de capitales, lo que le permite movilizar muchos más recursos.

Evolución: su primer préstamo, 250 M$ a Francia (1947), comprometió más de un tercio de sus fondos, y dos meses después emitió sus primeros bonos, también por 250 M$.

2.4.2. El Plan Marshall (1948)

Al margen del sistema, el European Recovery Program (1948-1951) aportó unos 13.300 M$ a través de la OECE para reconstruir Europa y frenar el comunismo. Con la Unión Europea de Pagos (1950), alivió la escasez de dólares y allanó la convertibilidad de 1958.

2.4.3. El nacimiento de los euromercados

Los **euromercados** son mercados en los que se emiten activos en una moneda distinta de la del país donde se negocian. Nacieron en los años cincuenta con los eurodólares en Londres, impulsados por los depósitos soviéticos y por la prohibición británica de 1957 de financiar en libras el comercio con terceros países, y en los sesenta se ampliaron a los eurobonos y crecieron al amparo de la regulación estadounidense. Al erosionar los controles de capital, reactivaron el trilema.

2.5. Conclusiones

Aspectos positivos: el sistema propició una prosperidad sin precedentes, y la economía mundial creció cerca del 5 % anual entre 1950 y 1973 (Maddison, 2001), con un comercio vigoroso y pleno empleo en los países industrializados.

Limitaciones: el propio éxito alteró las condiciones iniciales, y la escasez de dólares se convirtió en abundancia (*dollar glut*), germen del dilema de Triffin.

Balance: desde los sesenta hubo que sostener el sistema con medidas *ad hoc*:

- El London Gold Pool (1961), consorcio de bancos centrales que intervenía para mantener el oro en 35 $ por onza.
- La red de permutas financieras (1962), líneas *swap* recíprocas de liquidez de emergencia entre bancos centrales.
- El refuerzo del FMI con el Acuerdo General de Préstamos (1962) y los DEG (1969).

Estas medidas prolongaron la vida del sistema, pero eran respuestas parciales a problemas estructurales.

3. El colapso del sistema de Bretton Woods (1967-1976)

El colapso se examina por ámbitos. El monetario concentra la ruptura del sistema, y el comercial y el financiero anticiparon la etapa siguiente.

3.1. Ámbito comercial: nuevo proteccionismo y Ronda de Tokio

Tras la Ronda Kennedy (1967), la protección se desplazó a barreras no arancelarias, lo que se llamó **nuevo proteccionismo**, como las restricciones voluntarias de exportación del acero de Japón y la CEE hacia EE. UU. (1969) y el Acuerdo Multifibras (1974), con cuotas bilaterales al margen de la no discriminación. El arancel del 10 % de Nixon (1971) sirvió a fines monetarios, y la Trade Act de 1974 dio al presidente autoridad para negociar y la sección 301 contra prácticas desleales. La Ronda de Tokio (1973-1979, 102 países) abordó las barreras no arancelarias con códigos plurilaterales. Los países en desarrollo lograron el **Sistema Generalizado de Preferencias** (UNCTAD, 1968; exención del GATT, 1971) y el Nuevo Orden Económico Internacional (1974). El choque del petróleo de 1973 cuadruplicó el precio del barril.

3.2. Ámbito monetario: colapso del patrón oro-dólar

Según una lectura clásica, el sistema llevaba en su diseño el germen de su fracaso, que afectó al ajuste, a la liquidez y a la confianza. Además, la creciente movilidad del capital reactivó el **trilema** de Mundell y Fleming: un país no puede sostener a la vez el tipo de cambio fijo, la libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma. Bretton Woods había sacrificado la movilidad mediante controles, y su erosión progresiva volvió incompatibles los dos objetivos restantes.

3.2.1. El problema de la asimetría del ajuste

El cambio fijo ajustable se volvió rígido, pues desde la devaluación general de 1949 hasta 1967, entre las grandes economías, solo devaluaron Francia (1957 y 1958) y el Reino Unido (1967), y solo revaluaron la RFA y los Países Bajos (1961).

Deficitarios y superavitarios: los deficitarios, como Reino Unido o Francia, tenían déficits corrientes crónicos y perdían reservas, en parte por la escasez de dólares de los cincuenta, con EE. UU. dueño de dos tercios del oro mundial y unas paridades de posguerra que sobrevaloraban las monedas europeas. Se resistían a devaluar por el coste reputacional, la señal de fracaso y el encarecimiento de las importaciones, y ajustaban con políticas internas y controles de cambio. Los superavitarios, como EE. UU. en la posguerra o la RFA, acumulaban reservas con presión inflacionista, y sus subidas de tipos atraían más capital y agravaban el desequilibrio.

Problema del $n-1$: con la convertibilidad exterior de las monedas europeas en 1958 se esperaba que tuviesen un estatus similar al del dólar, pero con n monedas solo hay $n-1$ tipos de cambio independientes, porque la moneda ancla no tiene paridad consigo misma, y la liquidez dependía de los déficits de EE. UU. De ahí el **privilegio exorbitante**, en expresión de Giscard d'Estaing:

1. *Señoraje asimétrico*: crear dólares no costaba nada, y los demás obtenían reservas transfiriendo recursos reales.
2. Ausencia de costes de conversión cambiaria.
3. Facilidad de endeudamiento, porque su deuda pública era activo de reserva y tenía una demanda estructural.
4. Menor riesgo cambiario.
5. Autonomía monetaria, porque no tenía que intervenir, aunque desde 1963 hubo de limitar las salidas de capital.

Así, la rentabilidad de sus activos exteriores superaba sistemáticamente el coste de sus pasivos.

3.2.2. Liquidez: el dilema de Triffin (1960)

Idea: el **dilema de Triffin** (1960) es la incompatibilidad entre liquidez y confianza. El emisor de la moneda de reserva debe incurrir en déficits (del saldo global, no necesariamente de la cuenta corriente) para suministrar liquidez, pero el déficit persistente erosiona la confianza en su convertibilidad, y la demanda de liquidez crecía más que la oferta de oro. Si EE. UU. corregía el déficit, el sistema se quedaba sin liquidez, y si lo mantenía, se erosionaba la confianza en la convertibilidad del dólar en oro.

Extensiones: Triffin propuso un nuevo activo de reserva mundial bajo control del FMI, idea que inspiró los DEG de 1969, aunque no evitaron el colapso. El dilema sigue en debate, porque la asimetría entre la capacidad fiscal estadounidense y el volumen de reservas en dólares plantea interrogantes similares sobre el sistema actual.

Conclusiones: anticipó la tensión entre liquidez y confianza que acabó con la convertibilidad del dólar. Pero atribuye la erosión de la confianza a la acumulación de dólares y deja fuera la política expansiva de EE. UU., el problema más profundo, y su remedio llegó casi una década después.

3.2.3. Confianza: los ataques especulativos

Con más movilidad del capital, que daba un papel creciente a las expectativas, los problemas anteriores se tradujeron en ataques contra paridades percibidas como insostenibles, tanto por expectativas de devaluación como de revaluación:

- En Reino Unido, el déficit crónico y la pérdida de reservas provocaron una fuga de capitales que forzó la devaluación de la libra en noviembre de 1967.
- En la RFA, los superávits crónicos atrajeron una entrada masiva de capitales que forzó la revaluación del marco en octubre de 1969.

Estos episodios inauguraron una serie de crisis cambiarias que se intensificaron desde finales de los sesenta. Francia impugnó el sistema. Rueff abogó por volver al oro, y el país convirtió en oro buena parte de sus reservas en dólares, lo que presionó las menguantes reservas áureas estadounidenses.

3.2.4. *Nixon shock* y Smithsonian (1971)

Desde finales de los sesenta se acentuaron las expectativas de devaluación del dólar por dos motivos.

Agotamiento de la liquidez: una economía y un comercio en expansión exigían cada vez más liquidez, que se cubría con el déficit crónico de EE. UU., como había anticipado Triffin. A finales de 1967, las reservas de oro de EE. UU. eran de unos 12.000 M$ y sus pasivos frente a no residentes sumaban unos 34.000 M$, unos 18.000 en manos oficiales. El desequilibrio precipitó el abandono del London Gold Pool en 1968.

Recesión de 1970: el aumento del desempleo estadounidense intensificó las expectativas de devaluación.

Inflación: más en el fondo, la expansión para financiar Vietnam y la Great Society exportaba inflación, y los demás debían elegir entre comprar los dólares que llegaban, ampliando su oferta monetaria, esterilizar esa entrada o dejar apreciar sus monedas. A diferencia de la ruptura de entreguerras, saldada en deflación, la de Bretton Woods se saldó en inflación.

Devaluación concertada: cualquier país podía ajustar su tipo frente al dólar cambiando su paridad, pero el dólar era la enésima moneda y solo podía devaluarse si todos ajustaban a la vez, y muchos no lo deseaban, porque apreciaba sus monedas. Para forzar la negociación, el 15 de agosto de 1971 Nixon anunció, junto a una congelación de precios y salarios de noventa días, dos medidas exteriores: **suspendió la convertibilidad** del dólar en oro, rompiendo el pilar central del sistema, e impuso un arancel temporal del 10 % hasta que los socios aceptasen revaluar.

Smithsonian (diciembre de 1971): el dólar se devaluó un 8 % frente al oro, hasta 38 $ por onza, y más frente al marco, el yen, el franco belga y el florín. Las bandas se ampliaron al ±2,25 % y se suprimió el arancel, pero no se restableció la convertibilidad, y el acuerdo solo aplazó el declive.

Abandono *de facto* (1972-1973): en 1972 la CEE creó la Serpiente Monetaria Europea, siguiendo el Informe Werner, con un diferencial máximo del 2,25 %, antecedente del SME y del euro. En febrero de 1973, ante nuevos ataques, el dólar se devaluó otro 10 %, hasta 42,22 $ por onza, y en marzo las principales economías dejaron flotar sus monedas, lo que supuso el abandono *de facto* del sistema.

3.2.5. Institucionalización: Jamaica (1976)

Desde 1973 el sistema funcionaba *de facto* con flotación, pero sin marco normativo. Preparados por el Comité de los 20 (1972) y el Comité Provisional (1974), los Acuerdos de Jamaica (enero de 1976) fueron la segunda enmienda al Convenio del FMI, en vigor desde 1978:

1. Libertad de régimen cambiario, sin fijar la moneda al oro y bajo la supervisión del FMI.
2. *Desmonetización del oro*: se suprimió su precio oficial y su uso obligatorio con el FMI, aunque sigue computando entre las reservas.
3. Potenciación de los DEG como activo de reserva, aunque el dólar siguió predominando.
4. Aumento de cuotas del 33,6 %.

Se pasó así de un sistema de reglas fijas, con tipos fijos y convertibilidad en oro, a otro de discrecionalidad supervisada, que algunos autores

llaman “no sistema” y que, con modificaciones, perdura hasta hoy.

En suma, los defectos que precipitaron el colapso eran de diseño y afectaban a las tres funciones del sistema, el ajuste, la liquidez y la confianza, y ni las medidas *ad hoc* de los sesenta ni el Smithsonian los corrigieron.

3.3. Ámbito financiero: la vuelta de la movilidad del capital

Para proteger su oro, EE. UU. restringió las salidas de capital con el impuesto de igualación de intereses (1963), la restricción voluntaria del crédito bancario (1965) y límites a la inversión directa (1968). Los controles llevaron la intermediación en dólares a Londres, y en 1969, con los tipos por encima de los techos de la Regulation Q, los bancos captaron eurodólares en sus sucursales. Los euromercados eludían controles y política monetaria y encarecían la defensa de las paridades. EE. UU. levantó los controles en enero de 1974, y los petrodólares se reciclaron por los euromercados. La flotación trajo los futuros sobre divisas (IMM, 1972), el mercado de opciones de Chicago y el modelo de Black, Scholes y Merton (1973). La quiebra de Herstatt (junio de 1974) dio nombre al **riesgo Herstatt** de liquidación en divisas y llevó al G10 a crear el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (1974).