

La nueva división internacional del trabajo y la hegemonía monetaria internacional de Estados Unidos: en búsqueda de los fundamentos de la crisis iniciada en 2007

Federico Dulcich*

Introducción

La crisis económica iniciada en 2007 afectó de forma disímil a los países desarrollados (PD) y los países en desarrollo (PED). Los PD sufrieron las principales consecuencias en términos de crecimiento económico y nivel de empleo; mientras que los PED se vieron menos expuestos a dichos avatares. Entre ellos cabe destacar el desempeño de China, de acelerada industrialización con orientación exportadora durante toda la década; y el efecto que generó dicha industrialización (entre otros fundamentos) en los términos de intercambio de diversos PED (proveedores internacionales de alimentos, metales y petróleo), lo que permitió desacoplar parcialmente el desempeño económico de muchos PED de los PD durante toda la década, así como ante el advenimiento de la crisis.

En este marco, la hipótesis a desarrollar en el presente trabajo es que la crisis internacional tuvo como fundamento la tensión entre dos determinaciones: la reestructuración productiva internacional que implicó la nueva división internacional del trabajo (DIT), con la industrialización asiática (y muy especialmente la acele-

* Investigador del Centro de Estudios de la Estructura Económica de la FCE-UBA, y becario del CONICET.

ración de la industrialización de China en la última década) y el posicionamiento de los PD como proveedores internacionales de tecnología; en contraposición a la hegemonía monetaria internacional de Estados Unidos. Dicha hegemonía permitió relajar la restricción externa (vigente en el resto de los países) en el marco de fuertes importaciones de bienes industriales asiáticos. Los ingresos de base tecnológica (principalmente la renta neta generada por la inversión extranjera directa –IED– y los ingresos netos por derechos de propiedad intelectual), no lograron compensar el déficit en bienes, por lo que el exceso de demanda fue cubierto aprovechando los beneficios del señoreaje internacional que son generados por la hegemonía monetaria: inyectando divisas y activos financieros demandados por el creciente comercio y atesoramiento internacional, así como incluso superando dicha demanda, desencadenando un proceso de inflación internacional. El aumento de la tasa de interés impulsada por la Reserva Federal (FED) para ajustar dicho desbalance, desequilibró el esquema especulativo montado sobre el exceso de liquidez anterior y la relajación de la regulación financiera (así como sobre una novedosa ingeniería financiera), desencadenando la crisis. Por ende, la misma se manifestó en el sistema financiero, a pesar de tener como fundamento la interacción entre la esfera real y monetaria: la hegemonía monetaria permitió postergar un proceso de ajuste externo de larga data fundamentado en el sector real, que finalmente se impuso mediante la crisis.

La estructura del presente trabajo es la siguiente: la próxima sección estudia la nueva DIT, y sus principales diferencias con su concepción clásica. Luego, se aborda a nivel teórico la hegemonía monetaria internacional, y su evolución en sistemas monetarios internacionales específicos (Bretton Woods y post Bretton Woods). Posteriormente, se sintetizan ambas determinaciones para la década del dos mil, de manera de analizar la interacción entre las esferas real y monetaria en el fundamento de la crisis. La última sección presenta la síntesis y las conclusiones del estudio.

La nueva división internacional del trabajo

El concepto clásico de división internacional del trabajo

La concepción estructuralista latinoamericana nacida a la luz de las ideas de la CEPAL puso en tela de juicio el carácter mutuamente beneficioso de la división internacional del trabajo; que sostenían tanto la teoría clásica en Economía Política (mediante la especialización internacional de los países en los sectores donde poseían ventajas comparativas, basadas en diferencias tecnológicas, como en Ricardo, 1959), como la neoclásica (que postulaba que dichas ventajas comparativas se basaban en la diferente disponibilidad de factores, como en Ohlin, 1933). Según los estructuralistas, las fuerzas que generaban la tendencia al deterioro de los términos de intercambio no permitían que los beneficios del progreso tecnológico de

las industrias de los países centrales se distribuyeran hacia los países periféricos (especializados en el sector primario) mediante el mecanismo de precios internacionales (Prebisch, 1986). En términos genéricos, el cambio técnico en el sector industrial era más acelerado que en el primario, lo que debería impactar a la baja de los precios relativos de los bienes industriales, y por ende, al alza de los términos de intercambio de las economías periféricas, distribuyendo los frutos del progreso técnico (esencialmente vinculado al sector industrial) a nivel internacional. Sin embargo, la fuerza de trabajo mejor organizada gremialmente en las economías centrales no permitían que dicha reducción de precios se realizara, debido que presionaban al alza de los salarios más intensamente que la desorganizada fuerza de trabajo rural, acaparando parte del excedente que debería distribuirse mediante el mecanismo de precios y los términos de intercambio. De esta forma, los frutos del progreso técnico se concentraba en las economías centrales, y se ampliaba la brecha de producto per cápita y salarial entre economías centrales y periféricas.

El concepto de industria subyacente en el análisis estructuralista refleja fielmente los atributos de la misma hacia mediados del siglo XX: la unidad productiva industrial era portadora del cambio técnico, pero esencialmente focalizado hacia la diferenciación de técnicas productivas, y no así hacia la diferenciación de productos. Esto se enmarca en la clásica organización fordista del trabajo industrial (Coriat, 1993): producción a escala de productos estandarizados, basada en una línea de producción que se estructuraba en una cadena de montaje lineal (valga la redundancia), con procesos de trabajo muy repetitivos y simples, fraccionados y organizados secuencialmente en el marco de la cadena, de manera de lograr las transformaciones materiales necesarias. La producción a escala generada por la universalización del fordismo se complementó con una demanda final a escala, que permitiera la realización de las mercancías: nació el consumo en masa y la regulación salarial (a nivel nacional, en las economías centrales) que permitía sostener dicho crecimiento del consumo, lo que era captado en la tesis estructuralista ya mencionada.

Posteriormente, complementando la tendencia al deterioro de los términos de intercambio, la tesis estructuralista incorporó un nuevo fundamento a la restricción externa al crecimiento elevado de los PED: la demanda de bienes primarios exportables (dependiente del crecimiento de los países centrales) es más inelástica con respecto al ingreso que la demanda de importación de los PED de bienes industriales (Prebisch, 1973). Aquí el problema es de la composición de la estructura económica: el desarrollo de nuevos productos y técnicas productivas sesgan la estructura económica hacia los eslabones de transformación técnico-material (tanto industriales como de servicios) por lo que paulatinamente va perdiendo participación el eslabón primario en la producción y realización de valor. Este proceso en la esfera de la producción se complementa con la diversificación de preferencias en términos de las necesidades sociales, que se expresa en un cambio de composición del vector de la demanda final. Y es este movimiento el que sesga la elasticidad-ingreso de las importaciones a favor de productos industriales, de mayor diferenciación. En esta

ampliación teórica del pensamiento estructuralista, nuevamente la industria queda como portadora del desarrollo tecnológico, ya no solo en la capacidad de generar nuevas técnicas que reduzcan costos, sino asimismo en la capacidad de diferenciar productos finales; todo ello en el marco de una fuerte integración nacional de dichos procesos. Ambas determinaciones estarán expuestas a reconsideración ante el advenimiento de una nueva forma de organización del trabajo y profundos cambios en el sistema técnico de producción a nivel internacional.

*Cambio del sistema técnico, organización del trabajo
e internacionalización de la producción*

En la década de 1970 comienzan a madurar a nivel mundial dos procesos correlacionados, que tendrán asimismo repercusiones en la esfera monetaria internacional: un nuevo sistema técnico (Coriat, 2000), basado en la tecnología de la informática de la producción, y que permite estructurar el “modelo japonés” de organización del trabajo; y la internacionalización de la producción, fuertemente ponderada por el concepto de globalización (Knutson, 1998).

Coriat (2000) remarca tres fundamentos para el tránsito de la organización fordista de la producción al modelo japonés o toyotista: la saturación de los mercados de bienes finales estandarizados a nivel internacional, y cambios en la organización del trabajo potenciados (pero no explicados absolutamente por) la tercer causa, que es la informatización de la producción. Dicha informatización de la producción tuvo una elevada potencia para organizar el trabajo ya no en un esquema lineal, sino en un esquema de red, de manera de congeniar la elevada escala heredada del fordismo con la diferenciación de productos: sobre la base de un modelo estándar, el mismo se diferenciaba al seguir distintos caminos en dicha red (por ejemplo, en color, calidad y cantidad de componentes, etc.). Asimismo, la actividad creativa, fundamento de las innovaciones, se terminó de escindir de la propiamente reproductiva: los nuevos diseños se desarrollan a computadora, mientras que la reproducción está fuertemente automatizada, siendo una actividad capital intensiva.

Por otro lado, la informatización de la producción permitió la codificación de conocimientos, lo que redundó en su fácil transmisión, así como en su más clara delimitación y más efectiva protección jurídica mediante derechos de propiedad intelectual. Esto potenció la coordinación de las cadenas productivas por parte de las empresas líderes (generalmente las innovadoras), y por ende permitió que se especializaran aún más en dicha actividad, desintegrando la actividad reproductiva, pero coordinándola de cerca mediante la relación tecnológica y el gobierno de la cadena (Gereffi et al, 2005). Asimismo, la informatización de la producción permitió la coordinación de dicha actividad productiva a nivel internacional: el flujo de elevada cantidad de información a altísima velocidad permite transmitir el conocimiento técnico (diseños, técnicas, etc.) y las decisiones de gestión y pro-

ducción a nivel global, redundando en una más desarrollada internacionalización de la producción (Nordås, 2005).

La nueva división internacional del trabajo

Este proceso histórico reconfigura la clásica concepción sobre la división internacional del trabajo, y abre un intenso debate sobre las transformaciones en marcha (Jenkins, 1984): “por primera vez en la historia de la economía mundial desde hace quinientos años, la industria de transformación puede producir para el mercado mundial, en forma rentable, en gran escala, y con un volumen creciente, en países en desarrollo. Además, la producción de mercancías se fragmenta cada vez más en producciones parciales que se someten, a nivel mundial, a la combinación más favorable de capital y trabajo para cada caso” (Fröbel et al, 1980: 18). De esta forma, los PD dejaron de ser exclusivamente productores y proveedores de bienes industriales a nivel mundial, y demandantes de bienes primarios de las economías subdesarrolladas (Prebisch, 1986), sino que dentro de sus estructuras económicas se consolidó el sector servicios (Memedovic y Iapadre, 2009). Por otra parte, en los PED se consolidaron las exportaciones de bienes industriales de bajo contenido tecnológico (Balassa, 1979; Ominami, 1986).

Al analizar la consolidación del sector servicios en las estructuras económicas de los países desarrollados, diversos autores remarcan que muchas de las antiguas actividades internas de las grandes firmas (como la contabilidad, gestión de recursos humanos, atención al cliente y análisis financiero, entre otras) han sido desintegradas de la estructura de las mismas (Sako, 2006; Fernandez-Stark et al, 2011); que se han especializado en la actividad de innovación y pasaron a coordinar la cadena productiva, como hemos remarcado. Como correlato, este proceso potenció el surgimiento y crecimiento de firmas especializadas en dichos servicios. Complementariamente, a nivel contable la especialización de las antiguas firmas industriales en actividades de innovación también las hace cambiar de sector: las actividades de investigación y desarrollo, así como los servicios profesionales y de computación, y las licencias por propiedad intelectual (todas actividades vinculadas a la innovación) se catalogan como servicios (Sturgeon y Gereffi, 2009). La conjunción de la enajenación de estas actividades con el efecto de las TICs en la demanda final (aumento de la participación en el gasto de las familias de los servicios de telefonía móvil, internet, servicios informáticos, etc.; como se aprecia en UNCTAD, 2009) fundamenta la preponderancia del sector servicios en la estructura económica *en general* a partir de la década del setenta. La especialización de las antiguas firmas industriales en la innovación, subcontratando el componente industrial a firmas reproductoras de los PED (de manera de aprovechar las ventajas salariales, claves en las actividades reproductivas fuertemente estandarizadas), determina que dicho efecto haya sido mucho más intenso en los PD que en los PED (Memedovic y Iapadre, 2009).

En el marco de los denominados sistemas nacionales de innovación (Freeman, 1995), y en general luego de procesos de fuerte adopción tecnológica, solo un selecto grupo de países se consolidaron como los desarrolladores y proveedores de tecnología a nivel internacional (Dosi *et al.*, 1994). La IED ha sido solo una de las formas bajo las cuales el conocimiento técnico se moviliza a nivel internacional; así como mediante licencias, patentes, u otras. Esto generó la creciente preocupación de los PD por lo tópicos de derechos de propiedad intelectual, inversiones y servicios a partir de la década del setenta en la Organización Mundial de Comercio (OMC, 2011); de manera de proteger las fuentes de ingresos generadas por su especialización como proveedores internacionales de tecnología.

Herederos en parte de la experiencia japonesa, y en el marco de la particular geopolítica de la guerra fría, fueron los denominados tigres asiáticos los que desarrollaron las primeras experiencias significativas de industrialización tardía en dicho nuevo contexto económico internacional. Corea y Taiwán supieron aprovechar la internacionalización de ciertos eslabones de las cadenas industriales, mediante una férrea política estatal macroeconómica y sectorial, donde predominaron los grandes conglomerados nacionales (como por ejemplo, los *chaebol* surcoreanos). Por otro lado, en Malasia y Tailandia fue más preponderante la IED, siendo que su proceso se inició cuando ya había madurado la deslocalización de eslabones de los procesos productivos por parte de las empresas transnacionales, especialmente a partir de los ochenta (Bekerman *et al.*, 1995; Hikino y Amsden, 1995).

Complementariamente, en las últimas tres décadas, luego de iniciada la transición desde la planificación central hacia una economía de mercado con fuerte regulación estatal (Chow, 2002)¹, la economía china se ha transformado en el principal país manufacturero a nivel mundial (Banco Mundial, 2012). Como resultado de este proceso, China se posicionó como un fuerte demandante de bienes primarios y proveedor de bienes industriales a nivel internacional (CEPAL, 2008).

Diversos autores, como Lin (2011), han remarcado la unidad de los procesos de industrialización del sudeste asiático y de China. Arrighi (2007) también le da unidad al proceso de industrialización asiático, fundamentándolo en un desarrollo productivo intensivo en mano de obra anterior a las invasiones colonialistas; que se retomó luego de la segunda guerra mundial con la industrialización de Japón, los tigres asiáticos, y China.

1 La fuerte presencia del Estado chino en la implementación de políticas de desarrollo económico se expresó en un entramado de políticas macroeconómicas (Blanchard y Giavazzi, 2005), sectoriales, de comercio exterior, y tecnológicas (Rodrik, 2006), donde predominaron los *joint ventures* con empresas transnacionales de sectores estratégicos de medio y alto contenido tecnológico (de manera de efectivizar el aprendizaje tecnológico que potencialmente implica la IED), así como la implementación de políticas comerciales (*draw-back*, zonas francas, etc.). Estas políticas, en el marco de transición al sistema de mercado ya mencionada, permitieron una efectiva reasignación de recursos a sectores de mayor productividad, especialmente la transferencia de fuerza de trabajo del sector primario –rural- al industrial y de servicios –urbano- (Hofman y Wu, 2009).

Hegemonía monetaria internacional

El concepto de dinero

Según Marx (2002), la génesis conceptual del dinero surge de la relación polar mercancía-dinero y de la forma de valor. Al igual que en la escuela austriaca (Menger, 1892), la génesis del dinero es descentralizada, inherente al desarrollo de la relación mercantil, y tiene como base la determinación del dinero como medida del valor. Al ser medida del valor, el dinero es asimismo medio de circulación, al ser inmediatamente enajenable y realizar los intercambios de las mercancías, haciéndolas circular. La posibilidad de que dicho movimiento se vea interrumpido, de manera de conservar el valor en su forma durable y perfectamente enajenable, determina al dinero como medio de atesoramiento. Históricamente, serán los metales preciosos (en la forma de moneda acuñada) los que finalmente fundan las determinaciones del dinero en un mismo objeto. Posteriormente, con el desarrollo de la relación mercantil, el desgaste físico de las monedas en el ámbito de la circulación llevo a que las mismas pasaran a valer por su denominación nominal más que por su contenido de valor, hasta disociarse completamente dichas determinaciones y permitir el tránsito de la moneda al papel moneda (Marx, 2002). Esto no alteró las relaciones de valor, sino la unidad y el patrón de medida, disociándose a nivel físico y económico. La relación entre dicha unidad de medida, el nivel general de precios y de actividad económica será captado por la denominada “teoría cuantitativa de la moneda” (Levin, 2003).

En la teoría cuantitativa, para un período dado el nivel general de los precios es la variable de ajuste que equipara oferta y demanda de dinero, determinada la primera como la cantidad de medios de pago (que según la ortodoxia es controlada exógenamente al sistema por la autoridad monetaria, lo que suele denominarse “dinero exógeno”, o “dinero activo”) multiplicada por su velocidad de circulación; mientras que la demanda de dinero es la cantidad de bienes y servicios valuada a precios de mercado (o sea, la masa de valor en circulación). En contraposición, los teóricos del “dinero endógeno” o “dinero pasivo” (Olivera, 1968), destacan la existencia de una completa endogeneidad de la oferta de dinero (fundada en una política monetaria pasiva ante la demanda del mismo, o en una velocidad de circulación del dinero endógena), lo que permite que la oferta de dinero se amplíe para cubrir las necesidades de la circulación, incluyendo la inflación de origen no monetario². Palley (1996) remarca el rol de la creación secundaria de dinero (me-

2 Los tipos de inflación de origen no monetario son dos (Olivera, 1960): la inflación de costos por puja distributiva, donde el ancla nominal del sistema la da el crecimiento del salario nominal mientras que la política monetaria responde laxamente a la demanda de dinero, convalidando tanto la cantidad de dinero como el valor del mismo (la inflación) resultante de la puja distributiva; y la inflación estructural, donde ante cambios en las preferencias o en las técnicas productivas que impliquen necesariamente variaciones

diante el sistema financiero) en el carácter endógeno del mismo, al acompañar los ciclos económicos (y por ende, a la demanda de dinero); así como la tensión entre dicha endogeneidad de base secundaria y los objetivos de la autoridad monetaria. Bernanke (2007) incluso llega a plantear la existencia de un acelerador financiero del ciclo económico: la oferta de dinero (y especialmente de instrumentos financieros) no solo sigue al ciclo económico en la fase expansiva, sino que la sobrepasa, acelerando el mismo. En términos del sistema monetario internacional, Frankel (2012) remarca la existencia de una creación secundaria internacional de dinero por parte del sistema bancario del país que posee la hegemonía monetaria.

Sistema monetario internacional

A nivel general, cabe destacar que solo un país posee la potestad de emitir el dinero mundial, que posee las determinaciones del dinero pero en la esfera internacional: medida del valor, medio de circulación, y atesoramiento (Frankel, 2012). Esta tercera función será asimismo cumplida por los activos financieros de dicho país, que serán los considerados “libre de riesgo” debido principalmente a que pueden ser rescatados en términos de dicho dinero mundial. Olivera (1983), en el marco de la concepción de dinero pasivo internacional (esto es, donde la demanda de dinero como medio de circulación internacional determina su cantidad de equilibrio) demostró que en dicho marco solo este país puede determinar su oferta monetaria y su tipo de cambio nominal, mientras que los restantes países deben escoger entre algunos de dichos dos objetivos de política monetaria, generando una relación de hegemonía y dependencia que no depende de las condiciones de producción.

Estas determinaciones pueden enmarcarse en la antigua “ley de Hume” de ajuste de la balanza comercial, devenida en el denominado *trilema monetario* cuando asimismo se consideran los instrumentos financieros (Mundell, 1963; Fleming, 1962), pero remarcando la relación polar entre el hegemon monetario y el resto de los países. Estos últimos están subsumidos por dicho ajuste de balance de pagos: si pretenden manejar la oferta de dinero, un hipotético exceso de liquidez por sobre las necesidades de la circulación genera inflación (en un contexto de plena utilización de factores productivos), apreciando en términos reales la economía y generando déficit comerciales (suponiendo que se parte de una hipotética situación de equilibrio) que generan un exceso de demanda de divisa extranjera, devaluando nominalmente la moneda local. La autoridad monetaria mantendrá autonomía en la oferta monetaria, pero no así en el tipo de cambio, y el efecto real de su políti-

en los precios relativos, ciertos precios particulares que deban bajar en términos relativos posean una inflexibilidad nominal a la baja (por concentración en la oferta, por ejemplo), por lo que el ajuste de precios relativos se termine dando con el alza del resto de los precios, y por ende desencadenando (o aumentando) un proceso inflacionario. Nuevamente, la oferta de dinero debe ajustar pasivamente, convalidando el proceso inflacionario de origen no monetario.

ca dependerá del nivel de utilización de los factores productivos así como de la motorización de nuevas decisiones de inversión (mediante alteración temporaria de precios relativos³ y/o el impacto del crecimiento del mercado y la realización de las mercancías en dichas decisiones⁴), ambos procesos que impactan por el lado de la oferta, aumentando la demanda de dinero para la mayor circulación de mercancías sin generar inflación. El excedente de oferta monetaria sobre las necesidades de la circulación se traducirá en una pérdida de valor del dinero, y se expresará en inflación interna. Si la autoridad quiere evitar el efecto inflacionario de su política, para conciliar objetivos de oferta monetaria y de tipo de cambio, puede esterilizar dicha emisión comprando el exceso de oferta monetaria con instrumentos financieros, al costo de que los mismos pierdan valor, y por ende aumente la tasa de interés nominal. Esto genera presiones a la entrada de capitales externos mediante la cuenta capital y financiera, al aumentar la brecha entre la tasa local y la internacional de referencia, revaluando el tipo de cambio nominal al demandar la moneda local para comprar dichos activos financieros. Por ende, se genera la imposibilidad para la autoridad monetaria de conciliar los objetivos de oferta monetaria, tipo de cambio y una cuenta capital y financiera abierta a nivel internacional: en un contexto de elevada utilización de recursos humanos y materiales (y considerando las salvedades ya realizadas) solo puede determinar conjuntamente dos de los tres objetivos planteados.

Sin embargo, el hegemón monetario no posee inmediatamente esta restricción, este trilema: puede manejar la oferta de dinero interna en el marco de una cuenta capital y financiera abierta a nivel internacional. Un hipotético exceso de oferta de dinero por sobre las necesidades de circulación interna debería tender a la inflación y la apreciación real, activando los mecanismos de ajuste ya mencionados. Sin embargo, la base de demanda de dinero del hegemón monetario es más amplia que su circulación interna: es el complemento de esta misma base con la demanda internacional de su dinero, que hace las veces de dinero mundial. De esta forma, posee “señoreaje internacional” (Frankel, 2012), que consta del crecimiento de la demanda de dinero interna y externa (tanto por el crecimiento del volumen del comercio así como del atesoramiento) y del impuesto inflacionario⁵ que puede

-
- 3 “Ilusión monetaria” que puede no dejar de tener efectos reales, pero que es difícil que pueda ser sistemáticamente utilizada para motorizar decisiones de inversión en el largo plazo sin alimentar el componente inercial de la inflación, especialmente en economías con un fuerte componente de inflación estructural por ajuste de precios relativos.
 - 4 Como se aprecia en la versión moderna de la teoría del desarrollo (Ros, 2000), donde se destaca la existencia de equilibrios múltiples y la potencialidad de coordinar centralmente los procesos de inversión para evitar las “fallas de coordinación”; que emanan de la incapacidad de las unidades productivas de internalizar los beneficios de un mercado ampliado.
 - 5 Existe un nivel de déficit de cuenta corriente que permite suplir con dinero internacional al crecimiento del mercado y atesoramiento mundiales, evitando el componente inflacionario del señoreaje. A partir de dicho nivel crítico, el mayor déficit de cuenta

generar con una emisión que exceda dichas necesidades de dinero, y que impacta sobre su amplia base de demanda de dinero (el mercado interno e internacional). El señoreaje internacional permite financiar un déficit de balance comercial activado por los diversos componentes de la demanda agregada (déficit fiscal, auge en el ciclo de inversión, etc.); es una transferencia de excedente a nivel internacional basada en la hegemonía monetaria, como bien remarca Olivera (1983).

Complementariamente, el hegemon monetario es asimismo el hegemon financiero, que emite los activos financieros “libres de riesgo” a nivel internacional, debido a que puede rescatarlos con dinero internacional, su dinero. Por ende, estos activos financieros adoptan la función de instrumentos de atesoramiento a nivel internacional, y ahora el hegemon puede financiar su déficit comercial con dinero, instrumentos financieros, o una combinación de ambos. Obviamente, esta selección de cartera de pasivos estará determinada también por las condiciones de demanda: el crecimiento del mercado mundial le permitirán una mayor emisión de dinero sin costo inflacionario a nivel internacional (o sea, sin devaluar su moneda); mientras que el aumento del atesoramiento financiero internacional le permitirá financiar su déficit comercial sin devaluar sus activos financieros, o sea, sin aumentar significativamente su tasa de interés (que es asimismo la tasa de referencia internacional), y por ende evitando un impacto de envergadura en el nivel de actividad.

Bretton Woods

El sistema de Bretton Woods nació en la inmediata segunda postguerra, y refrendó la hegemonía de Estados Unidos en el sistema internacional occidental, tanto a nivel comercial como financiero. La consolidación del dólar como dinero mundial⁶ se dio luego de una larga transición (que incluyó dos guerras mundiales), en la cual ésta moneda fue desplazando paulatinamente a la libra esterlina de dicho sitio (Eichengreen y Flandreau, 2010; Frankel, 2012). En el marco de su

corriente (activado por alguno de los componentes de la demanda agregada interna del hegemon, como puede ser un déficit fiscal) activa y aumenta el impuesto inflacionario internacional.

- 6 El dólar posee todas las determinaciones del dinero (como en Marx, 2002), pero a nivel internacional (Frankel, 2012). Primeramente, es medida del valor: solo para poner un ejemplo, cabe destacar que de los 52 productos transados a nivel internacional que releva el FMI para armar sus índices de precios internacionales, todos ellos están nominados en dólares estadounidenses. La elaboración de estos índices consta del relevamiento de precios de una variedad de mercancías muy significativa (alimentos, bebidas, insumos de origen agropecuario, metales, petróleo, gas, y carbón); así como los mercados más diversos (Australia, Singapur, Malasia, Tailandia, México, Dubái, Japón, China, diversos mercados europeos, y obviamente mercados estadounidenses). Complementariamente, el dólar es medio de circulación a nivel internacional, así como medio de atesoramiento (tanto los billetes como los bonos del tesoro norteamericano); lo que será analizado con más detalle para la década de los dos mil en la sección IV.

hegemonía productiva y monetaria, Estados Unidos protegía a su sector primario y era fuerte exportador de bienes industriales, generando importantes superávits de cuenta corriente (Prebisch, 1986), y aumentando sus reservas internacionales en oro, hasta llegar a acaparar dos tercios de las reservas mundiales de oro para fines de la Segunda Guerra Mundial (Bordo, 1993).

Sintéticamente, este sistema monetario internacional consistía en que Estados Unidos tenía un tipo de cambio fijo entre el dólar y el oro, y el resto de las economías tenían un tipo de cambio fijo con el dólar (Bordo, 1993). Bajo este esquema, la producción de oro era insuficiente para cubrir el crecimiento de la producción y el comercio mundial. Como bien lo señala Triffin (1985), evitar el problema de liquidez internacional y seguir aprovechando el señoreaje atentaba contra el tipo de cambio fijo, pero reducir la oferta de dinero mundial para preservar dicho tipo de cambio presionaría a la deflación y al alza de la tasa de interés, afectando el crecimiento de Estados Unidos y del mundo. Dicho autor adjudicaba para el período que va desde fines del sesenta hasta los ochenta al gasto militar no financiado por impuestos (fundado en las necesidades de la guerra de Vietnam y posteriormente en el gasto asociado a la carrera armamentística de la Guerra Fría) como activador de déficits de cuenta corriente de Estados Unidos; así como daba cuenta del carácter secundario (especialmente mediante el sistema bancario de origen estadounidense que emitía activos denominados en dólares) de la creación de dinero internacional.

La expansión de la base monetaria de Estados Unidos se aceleró hacia 1965 (Triffin, 1985), incrementando la inflación y minando la competitividad de Estados Unidos, deteriorándose el saldo de cuenta corriente hasta ser negativo hacia 1971 (ver gráfico N° A.1 del Anexo). Como se aprecia en el gráfico N° A.2 del Anexo, las determinaciones de la nueva DIT empezaban a tener efectos: el déficit comercial de manufacturas diversas de Estados Unidos a comienzos de los setenta era mayor al déficit petrolero. De manera contrapuesta, el deterioro de la cuenta corriente de Estados Unidos implicaba que el resto de las economías veían reforzarse su saldo de cuenta corriente, y acumular reservas en dólares (Bordo, 1993). La esterilización de estos saldos externos, ante el esquema de tipo de cambio fijo con el dólar, transmitía la inflación de Estados Unidos al resto de las economías, cada vez más renuentes a realizar dicha esterilización. Asimismo, la creciente movilidad de capital financiero internacional presionaba aún más a los tipos de cambio fijos ante los procesos de esterilización, que impactaban al alza de las tasas de interés, generando inestabilidad en el sistema monetario internacional.

La inflación internacional era la expresión del señoreaje internacional que Estados Unidos imponía al resto del mundo, ante una política monetaria determinada por objetivos internos. Esto era incompatible con el crecimiento de la producción de oro para respaldar las emisiones de dólares (Bordo, 1993), en el marco del esquema de tipos de cambio fijos. El fin de la convertibilidad entre el dólar y el oro se dio en 1971, ante las demandas de metálico por dólares de Gran Bretaña y Francia; abriendo un período de cuarenta años de fuerte inestabilidad en el sistema económico internacional (Rapoport y Brenta, 2010).

Post Bretton Woods

La caída de Bretton Woods no implicó el fin del “privilegio exorbitante” de Estados Unidos, propio del hegemón monetario, sino el quiebre definitivo del dinero mundial con el oro como fundamento de su valor. Lejos de haber minado dicho privilegio, el fin de la convertibilidad con el oro desató las fuerzas que permiten una utilización más exacerbada del señoreaje internacional.

En un valioso trabajo, Gourinchas y Rey (2005) demostraron que en el período post Bretton Woods se amplió la diferencia entre el rendimiento real de los activos estadounidenses contra el exterior, y sus pasivos con el resto del mundo: en Bretton Woods el diferencial de rendimientos era de solo 0.26% (4.04% para los activos contra el exterior, y 3.78% de sus pasivos), mientras que en el post Bretton Woods este diferencial se amplió a 3.32% (6.82% y 3.50%, respectivamente). Uno de los componentes de mayor diferencial es la deuda externa: en el post Bretton Woods éste diferencial de tasas era de 3.73% (4.05% para la tenencia de deuda del exterior, y 0.32% de costo financiero de su endeudamiento). Como hemos visto, los instrumentos de deuda de Estados Unidos adoptan el rol de atesoramiento a nivel mundial, así como ponen la unidad de medida “libre de riesgo” al ser emitidos por el emisor del dinero mundial; esto explica la capacidad en endeudarse de Estados Unidos prácticamente sin costo financiero (0.51% de tasa de interés promedio para ambos regímenes monetarios internacionales), con un fuerte diferencial de tasas con respecto a la deuda del resto del mundo.

Por otro lado, los autores analizan el efecto valuación de la cuenta corriente, que expresa el componente inflacionario del señoreaje internacional, aplicado sobre la base del dinero mundial y los activos financieros de reserva (de alta liquidez) nominados en dólares. Hasta mediados de la década del setenta, el componente valuación de la cuenta corriente fue negativo, debido a que Estados Unidos era un acreedor neto del resto del mundo (luego pasó a ser deudor neto para fines de los ochenta), y siendo que la convertibilidad entre el oro y el dólar no le permitía aprovechar el componente inflacionario del señoreaje. Las políticas monetarias expansivas post Bretton Woods revirtieron el componente valuación para fines de los setenta, y lo tornaron positivo hasta mediados de los dos mil, con la excepción de la revaluación del dólar entre 1995 y 2003. Como se puede apreciar en Bordo (1993), la inflación promedio de Estados Unidos y a nivel internacional fue más elevada en el post Bretton Woods que bajo dicho régimen monetario, así como más volátil.

Por otra parte, el shock petrolero de 1973 (posterior al quiebre de la convertibilidad entre el dólar y el oro) generó un componente de “inflación estructural” (mediante ajuste de precios relativos; como desarrolla Olivera, 1965), que afectó sensiblemente el balance comercial y de cuenta corriente de Estados Unidos: desde mediados del setenta el componente de petróleo pasó a ser el más significativo y dinámico del creciente déficit de balance comercial en bienes de Estados Unidos (ver gráfico N° A.2 del Anexo), seguido de cerca por el creciente déficit comercial

en manufacturas diversas que generaba la nueva DIT. De esta forma, la política monetaria expansiva fue no solo determinada por la oferta de dinero (por el quiebre de la convertibilidad y el aumento del señoreaje internacional, activado por la necesidad de financiar el déficit fiscal, entre otros), sino también por la demanda: una respuesta de ajuste monetarista por parte de Estados Unidos, que no convalidara la inflación estructural internacional desencadenada por el shock petrolero, hubiera repercutido en una recesión a nivel mundial y en un ajuste externo recesivo para su propia economía, como parcialmente pasó a comienzos de los ochenta (ver gráfico N° 1).

El contexto de fuerte volatilidad comercial y financiera en el post Bretton Woods generó asimismo un cambio de comportamiento en la demanda de activos financieros por parte de los países no hegemónicos, que favoreció el señoreaje internacional de Estados Unidos. Aizenman y Lee (2005), al analizar empíricamente la preponderancia de las motivaciones para el atesoramiento internacional para cerca de 50 países durante el período 1980-2000, determinan que las variables más significativas para explicar la acumulación de reservas internacionales son los episodios de crisis financieras (como lo demuestra el aumento de la demanda precautoria de reservas en México luego de la crisis del Tequila, y en el sudeste asiático con posterioridad a la crisis de 1997)⁷; en detrimento de variables con una relación significativa pero menos intensa para con la acumulación de reserva como el crecimiento de las exportaciones y otras vinculadas a los modelos de crecimiento tirados por las exportaciones. Este atesoramiento precautorio de activos financieros internacionales permite cubrir desequilibrios temporarios de balance de pagos ante una creciente volatilidad de los flujos comerciales y financieros a nivel internacional.

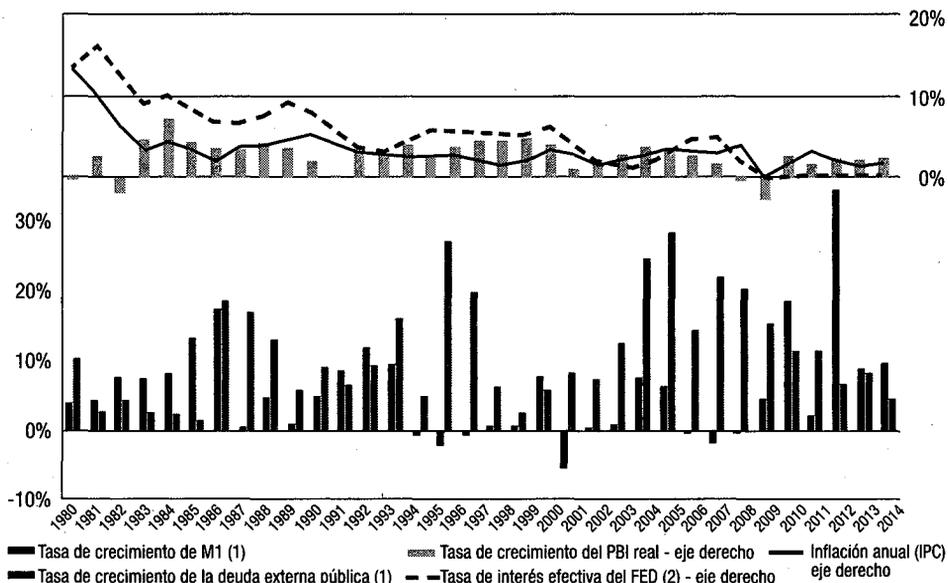
7 Esta determinación posee una especificidad histórica, relacionada con el sistema monetario internacional y los objetivos de política económica. Olivera (1969) destaca que en el marco del patrón oro y los regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo (previos a Bretton Woods), dicho tipo de cambio nominal objetivo, enmarcado en la teoría cuantitativa de la moneda, permitía determinar el nivel de reservas según la evolución de la producción y el comercio (o sea, la demanda real de dinero), con el fin de mantener una relación estable entre base monetaria y reservas, que respalde el tipo de cambio objetivo. Como remarca Eichengreen (2008), en dicha época primaba el objetivo externo de mantener la caja de conversión y respaldar el tipo de cambio objetivo (y de esta forma el sistema monetario internacional del patrón oro en general), sobre los objetivos internos de política económica, como podían ser el nivel de actividad o favorecer la industrialización exportadora. Este panorama se modificó sustancialmente ante los avatares de las guerras mundiales y la crisis del 29: en el marco de políticas keynesianas y de desarrollo, los objetivos internos primaron sobre los del sistema monetario internacional. En dicho contexto, Olivera (1969) reconfigura la necesidad de acumular reservas como activos seguros que permitan cubrir desequilibrios temporarios de balance de pagos. Como demuestran Aizenman y Lee (2005), ésta determinación se habría intensificado en el post Bretton Wood; que implicó una fuerte volatilidad de los flujos comerciales y financieros, y crisis financieras recurrentes a nivel internacional.

Los años dos mil: consolidación de la nueva DIT y crisis financiera internacional

La política monetaria de Estados Unidos: hegemonía internacional y atenuación de la restricción externa

Como hemos apreciado teóricamente en la sección III, el privilegio de la hegemonía monetaria le permite a Estados Unidos desligar su política monetaria de los resultados de su balance comercial y financiero externo. Dicho país adoptó una política expansiva a nivel monetario para bajar la elevada tasa de interés hacia mediados de los ochenta (gráfico N° 1); pero esto no redundó en una escalada inflacionaria aún mayor, debido al aumento del PBI (y por ende de la demanda de dinero como medio de circulación), y a canalizar parte del exceso de demanda hacia el sector externo, mediante el aumento del déficit de cuenta corriente (ver gráfico N° 2), pero obviamente sin exponerse a las corridas cambiarias, como sucede en países no hegemónicos.

Gráfico N° 1: política monetaria, tasa de interés, inflación y crecimiento económico en EEUU



Fuente: Elaboración propia en base a World Development Indicators, Federal Reserve y Bureau of Economic Analysis.

Notas:

(1) Datos disponibles hasta el año 2013.

(2) Tasa de interés efectiva de los "federal funds" del FED.

La desaceleración a comienzos de la década de los noventa hizo retomar la política expansiva por parte de la autoridad monetaria, bajando fuertemente la tasa de interés nominal, y la real, al no repercutir en la inflación. La reactivación (que logró tasas de crecimiento relativamente estables y elevadas durante toda la década, con una breve desaceleración del crecimiento en 1995), fue perjudicando tendencialmente los resultados de la cuenta corriente (a través de un creciente déficit en el balance de bienes, como se aprecia en el gráfico N° 2); dinámica que no se revirtió hasta la crisis iniciada en el 2007. En la década de los dos mil, el creciente déficit de cuenta corriente es financiado con un fuerte aumento de la deuda externa pública (gráfico N° 1). Posteriormente, la política monetaria altamente expansiva de 2003-2004 (para acelerar la recuperación luego del estancamiento de 2001-2002) y post crisis 2007 (la ampliación de la base monetaria más importante de todo el período bajo análisis) redundó en tasas de interés reales negativas, al tener un impacto insignificante en la inflación. El creciente endeudamiento externo durante toda la década tampoco redundó en significativos aumentos de la tasa de interés (que incluso luego de la crisis llegaron a niveles nominales menores al 1%): la creciente oferta de estos instrumentos se complementó con un crecimiento de su demanda para atesoramiento, como se podrá apreciar en la sección IV.3.

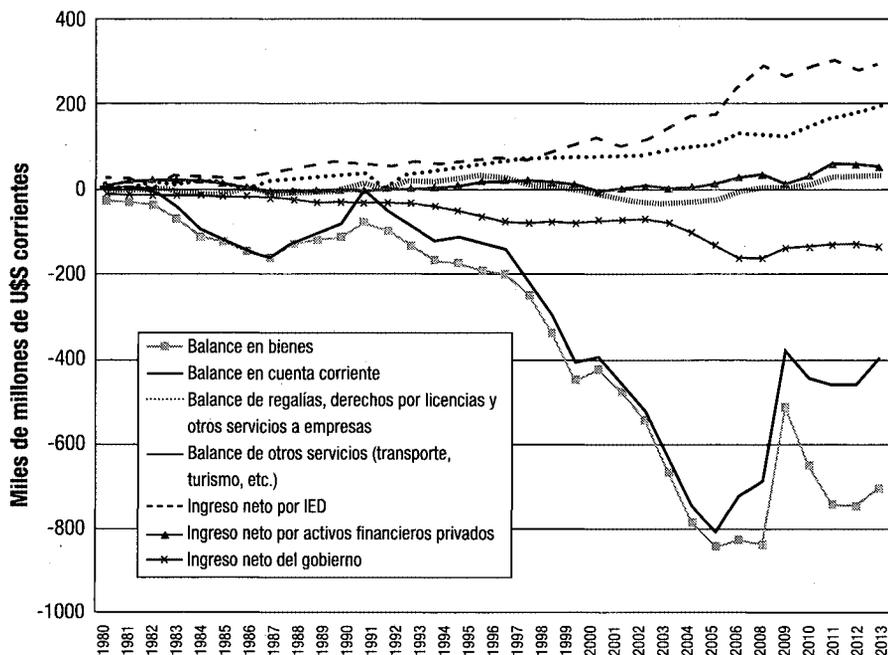
Consolidación de la nueva DIT y los “desequilibrios globales”

Como podemos apreciar en el gráfico N° 2, Estados Unidos durante la última década se ha especializado en la DIT como proveedor internacional de tecnología; sea esta en la forma de licencias y patentes o de inversión extranjera directa. Estas cuentas han sido crecientemente superavitarias, y prácticamente los únicos balances superavitarios de la cuenta corriente de Estados Unidos en las últimas tres décadas. De forma contrapuesta, el balance de bienes ha sido crecientemente negativo desde la década del ochenta, con un crecimiento geométrico de dicho déficit en los dos mil. Dicho balance de bienes es el que ha determinado la evolución crecientemente negativa de la cuenta corriente de EEUU en el período bajo análisis⁸.

8 Al respecto, es importante recordar la intensidad de la tecnología en la función de producción: se puede suponer la existencia de rendimientos constantes (o incluso crecientes) de los factores productivos “físicos” (capital y trabajo) al mantener estable el estado de la tecnología. Sin embargo, dichos rendimientos se vuelven claramente crecientes cuando se conjuga un aumento de los factores físicos con un desarrollo de la técnica productiva (Romer, 1994). De esta forma, China puede acumular capital y migrar trabajadores del sector rural al urbano-industrial y aumentar la escala productiva industrial orientada a la exportación año tras año, sujeto a un estado tecnológico dado. Estados Unidos aumenta su componente de ingresos de base tecnológica cuando la dinámica de innovación fuerza a una nueva adopción tecnológica (IED de entrada, patentes, etc.) de parte de China. Ambos procesos se dan conjuntamente, pero la intensidad del primero parece haber sido mayor que la del segundo, cuando uno considera el déficit de Estados Unidos al contemplar conjuntamente bienes y tecnología, principalmente

Al profundizar el análisis, el gráfico N° A.2 del Anexo demuestran que luego del fin de la convertibilidad del dólar con el oro, y en el marco de la industrialización de Japón y los países del sudeste asiático, Estados Unidos profundizó su déficit comercial exterior en manufacturas diversas y en equipo de transporte (autos, camiones, etc.); complementados por el fuerte y creciente déficit petrolero en el marco de la crisis de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y del crecimiento del precio del crudo. Para mediados de la década del ochenta, Estados Unidos devino incluso en un país deficitario en maquinaria. Todos estos déficits comerciales externos se profundizaron en los noventa y especialmente en los dos mil (gráfico N° A.3 del Anexo), hasta que el advenimiento de la crisis redujo parcialmente los mismos, disminuyendo el déficit total en bienes, y tornó algunos componentes superavitarios.

Gráfico N° 2: Evolución de los componentes de la cuenta corriente de Estados Unidos para el período 1980-2013



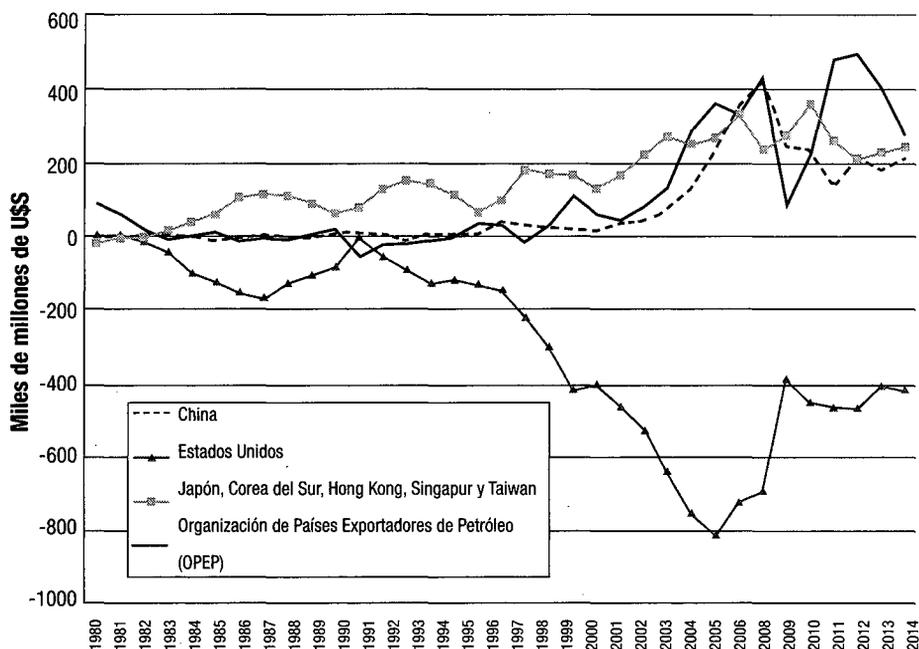
Fuente: elaboración propia en base al Bureau of Economic Analysis

El correlato del fuerte y creciente déficit de Estados Unidos en bienes son los diversos superávits de los países proveedores de los mismos a nivel internacional: la industrialización asiática en el marco de la nueva DIT, y los superávits de los países

motorizado por China en ambas variables para la década de los dos mil.

petroleros (gráfico N° 3). El fuerte crecimiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos desde mediados de los noventa motorizó los superávits de Japón y los tigres asiáticos, así como de los países de la OPEP; mientras que el superávit chino se tornó fuerte y crecientemente positivo a partir del 2001, luego de su ingreso a la OMC en dicho año, situación que lo puso en igualdad jurídica (sin posibilidad de aplicarle barreras arancelarias particularizadas) en el comercio internacional.

Gráfico N° 3: evolución del saldo de cuenta corriente de países y grupos de países seleccionados



Fuente: elaboración propia en base a FMI.

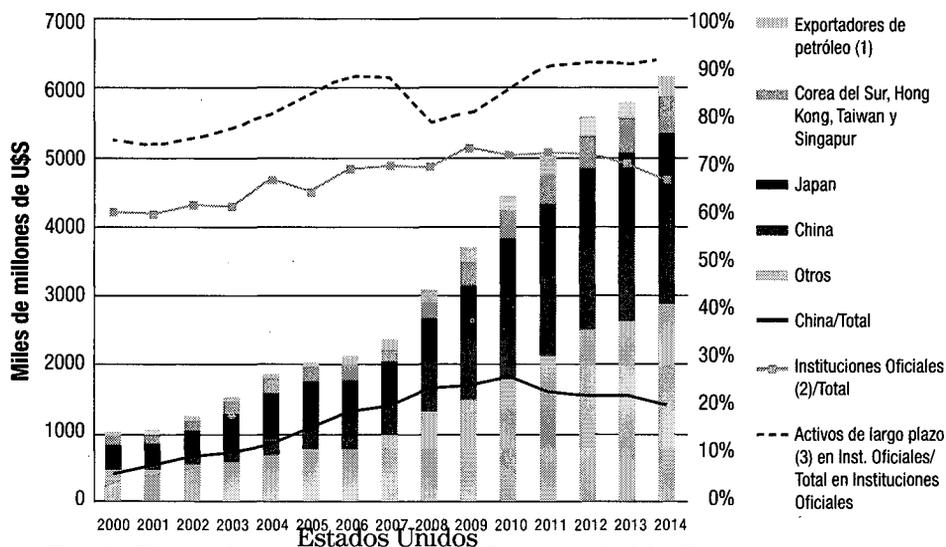
En línea con este análisis, Nager y Atkinson (2015) remarcar que el proceso de industrialización chino en la década de los dos mil ha generado pérdida absoluta de producción y empleo en el sector industrial de Estados Unidos. Esta relocalización y reestructuración industrial ni siquiera permitió aumentos de productividad mayores en Estados Unidos que en China: la adopción tecnológica de China generó que dichos aumentos fueran más altos allí que en Estados Unidos. De esta forma, a la fuerte brecha salarial original favorable a China, se le suma una mayor dinámica de la productividad laboral; por lo que se mitiga (en términos de costos y competitividad) la pérdida de ventajas salariales que implica un mayor crecimiento del salario real en China que en Estados Unidos (fundamentado en los salarios reales industriales estancados en Estados Unidos así como en incrementos en el salario real en China).

Hegemonía monetaria internacional de Estados Unidos: financiando los "desequilibrios globales"

Atesoramiento internacional

El crecimiento del atesoramiento internacional es una de las principales fuentes extraordinarias de financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, y su evolución demuestra no solo el crecimiento en niveles de dicho déficit, sino asimismo sus principales socios comerciales que acumulan activos financieros de Estados Unidos por haber acumulado fuertes saldos comerciales positivos con dicha economía. En línea con lo analizado en la sección anterior, en el gráfico N° 4 se puede apreciar la creciente injerencia de China como tenedor de activos del tesoro de Estados Unidos, desplazando a Japón como el principal tenedor de dichos activos.

Gráfico N° 4: Tenedores internacionales de letras, notas y bonos del tesoro de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base al US Department of the Treasury.

- (1) Incluye a los miembros de la OPEP (excluyendo a Angola), Indonesia, Bahrain y Oman.
- (2) Las Instituciones Oficiales se componen principalmente (pero no exclusivamente) de los Bancos Centrales.
- (3) La deuda de largo plazo incluye las notas y bonos del tesoro, emitidas con vencimiento a dos o más años.

El correlato del fuerte crecimiento de la oferta de instrumentos financieros de Estados Unidos ha sido el aumento de su demanda para atesoramiento, por lo que dicho financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos se

ha realizado sin elevar significativamente la tasa de interés de referencia a nivel internacional (ver gráfico N° 1). A nivel general, ya hemos remarcado la existencia de una demanda de activos financieros por parte de países no hegemónicos para cubrir desequilibrios transitorios de la balanza de pagos, ante la creciente volatilidad de los flujos comerciales y financieros; seguida en menor medida por objetivos de crecimiento con orientación exportadora. Específicamente para el caso de China en los dos mil, con fuerte subutilización de la fuerza de trabajo y un mercado financiero fuertemente regulado, Eichengreen (2009) remarca la importancia del aumento de reservas como resultado de la política cambiaria de devaluación real que fomenta la industrialización con orientación exportadora. Ambos determinantes del atesoramiento (la demanda precautoria y la fundada en el crecimiento con orientación exportadora) se expresan en el aumento de la incidencia de los bancos centrales como tenedores de deuda de Estados Unidos (gráfico N° 4). Complementariamente, en términos de la oferta, la estrategia del Tesoro de Estados Unidos ha sido un mayor aumento relativo de la deuda de largo plazo, en el marco de los crecientes niveles de deuda y déficit de cuenta corriente ya destacados; de manera de evitar el costo financiero externo de corto plazo, que venía aumentando desde mediados de la década (ver el saldo de ingresos netos del gobierno en el análisis de la cuenta corriente de EEUU del gráfico N° 2).

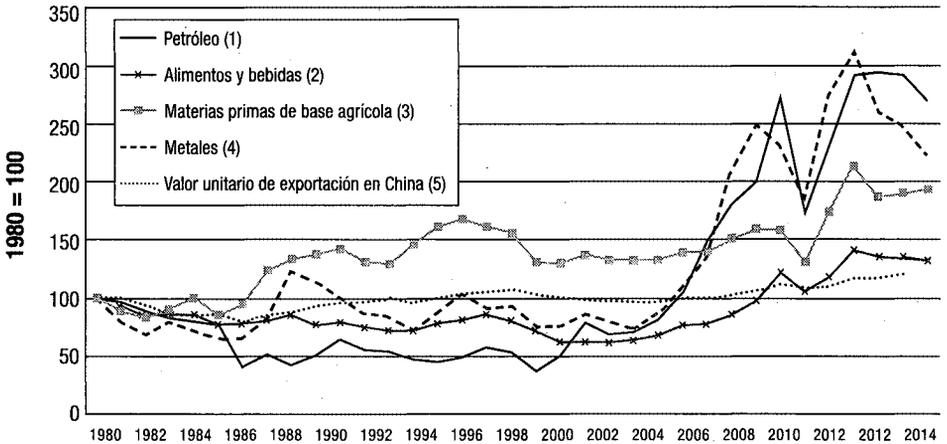
Inflación internacional

En el gráfico N° 5 podemos apreciar que en la década de los dos mil se consolida un proceso de inflación internacional (lo que manifiesta una pérdida de valor del dólar), lo que estaría demostrando que la política monetaria expansiva de Estados Unidos superó con creces la demanda internacional de dinero.

En dicho marco, existió también una fuerte variación de precios relativos, que estuvo fundamentada en los cambios de la DIT ya mencionados: el fuerte crecimiento chino, intensivo en procesos industriales de transformación material, ha impactado al alza en su demanda internacional de metales, minerales, petróleo y alimentos (ante la carencia relativa en su territorio de dichos recursos naturales); de manera de poder suplir su creciente entramado industrial y urbanización, así como el cambio de los patrones alimenticios de su población determinado por el crecimiento de su ingreso per capita. Esto ha generado un incremento de los precios internacionales de dichos sectores (basados en algún factor productivo no reproducible, como la tierra, mina o pozo); pero dicho impacto ha sido disímil entre los mismos. En línea con lo que se puede apreciar en el gráfico N° 5, CEPAL (2008) remarca que, para el período 2000-2007, la demanda china afectó más al mercado de metales y petróleo que al de alimentos. Como contrapartida, los precios de las manufacturas de origen industrial (en parte incididos por el fuerte exceso de oferta de China), tuvieron un crecimiento más suave y por ende una caída relativa, ante un contexto de inflación internacional. Esto se aprecia en el índice del valor unitario de exportaciones de China, cuyo principal componente son bienes manufacturados: su leve tendencia

creciente en los últimos años expresa en parte la inflación internacional⁹, en un contexto de fuerte caída de precios relativos industriales.

Gráfico N° 5: evolución de los precios internacionales por sector. Base 1980 = 100



Fuente: elaboración propia en base a FMI y UNCTAD.

Notas:

(1) Promedio simple de los tres precios spot (APSP); Dated Brent, West Texas Intermediate y el Dubai Fateh (Dólares por barril)

(2) Incluye cereales (trigo, arroz y cebada), oleaginosas y derivados (maíz, maní, soja, pellet de soja; y aceites de soja, colza, palma, girasol y oliva), carnes (vacuna, ovina, porcina, y de aves), pescados (salmón y camarones), harina de pescado, azúcar, bananas, naranjas, café, té y cacao.

(3) Incluye madera, algodón, lana, caucho y cueros.

(4) Incluye cobre, aluminio, mineral de hierro, estaño, níquel, zinc, plomo y uranio.

(5) Datos disponibles hasta el año 2013.

La manifestación de la crisis: mecanismos de transmisión entre la esfera real y la financiera

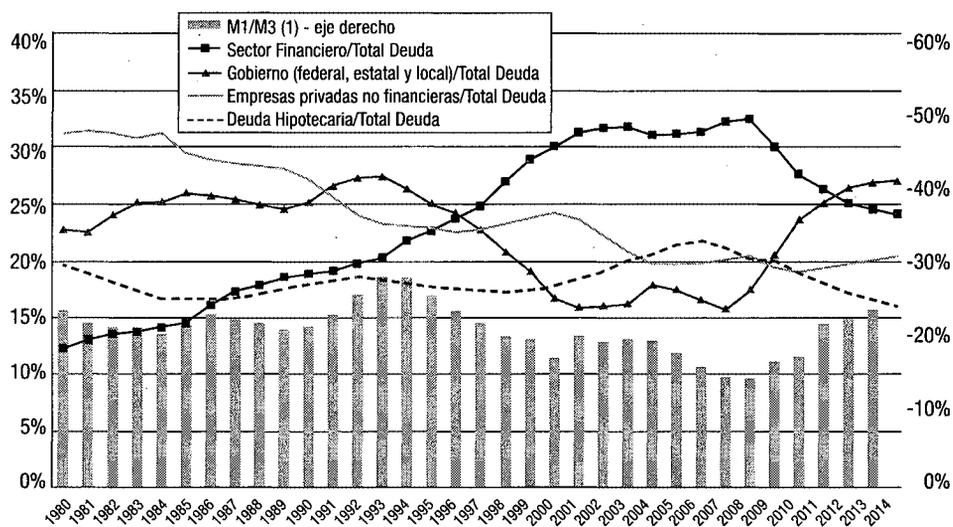
Como podemos ver en el gráfico N° 6, las innovaciones financieras de los noventa (Obstfeld y Rogoff, 2009), en conjunción con la revocación de la Ley Glass-Steagall¹⁰

9 La devaluación del dólar contra diversas monedas a nivel internacional en la década de los dos mil (Frankel, 2012) demuestra asimismo este proceso de inflación internacional, con el aumento del precio de dichas monedas en términos de dólares estadounidenses (esto es, su revaluación nominal).

10 La ley "Glass-Steagall" suele denominarse comúnmente (en honor a sus promotores) a la ley "Banking Act" de los Estados Unidos, que entró en vigor el 16 de junio de 1933. Esta ley implementó reformas bancarias con el fin de mitigar los efectos negativos de la especulación financiera luego de la gran depresión, como por ejemplo la separación

hacia fines de 1999, y la reducción de tasas de interés de comienzos de la década de los dos mil, condujeron a una aceleración de la creación secundaria del dinero, que se aprecia en la caída de la participación de la base monetaria (M1) en la oferta de dinero (M3), de tendencia decreciente desde mediados de los noventa.

Gráfico N° 6: creación secundaria de dinero y participación sectorial en la deuda generada en el mercado de crédito de Estados Unidos



Fuente: elaboración propia en base a World Development Indicators y Federal Reserve Notas:

(1) Datos disponibles hasta el año 2013.

Desde la década del noventa, esta creación secundaria de dinero estuvo cada vez más focalizada en el mismo sector financiero (denominado originalmente por Bagehot [2002] como el *shadow banking system*), en detrimento del financiamiento a empresas o al gobierno, como se expresa en la creciente participación del mismo sector financiero en los niveles de endeudamiento de Estados Unidos en el gráfico N° 6. Las innovaciones financieras, en términos de la creación de nuevos activos que “reempaquetaban” activos de deuda inmobiliaria y de consumo en nuevos productos financieros que poseían elevado riesgo, se vieron especialmente favorecidas y estimuladas al comienzo de la década de los dos mil por un contexto de laxa regulación, elevada liquidez y bajas tasas de interés; estas últimas vinculadas al déficit externo de Estados Unidos y a su forma de financiamiento ya destacada (Obstfeld y Rogoff, 2009).

entre la banca comercial y la banca de inversión. Fue revocada en noviembre de 1999 por la administración de Clinton.

En dicho contexto de excesiva liquidez y bajos rendimientos en el mercado financiero de Estados Unidos, la fase creciente del ciclo del PBI generó expectativas favorables en términos de ingresos, tanto de las firmas como de las familias, aumentando su propensión a endeudarse. Esto no estuvo fundamentado en la verdadera valorización y potencial productivo de la economía de Estados Unidos (falta de expectativas asimismo compartida por Heymann, 2009), crecientemente endeudada a nivel externo y con deterioro del empleo en los sectores más afectados por la competencia china. Complementariamente, Palma (2009) destaca que el endeudamiento de las familias en Estados Unidos manifiesta asimismo el deterioro de larga data en la distribución del ingreso en dicho país. En dicho marco, el sector real que gana participación en el otorgamiento de crédito fue el sector inmobiliario (gráfico N° 6), motorizando el incremento de los precios y la expectativa de que iba a persistir esa tendencia. Como pudimos ver en el gráfico N° 1, la FED fue aumentando paulatinamente la tasa de interés a partir del 2005, para contener el creciente déficit externo: esta elevación imprevista de las tasas afectó la capacidad de pago de las deudas renegociadas en dicho período, especialmente de las deudas inmobiliarias que habían sido tomadas dos o tres años atrás (Obstfeld y Rogoff, 2009).

Como ya hemos mencionado, Bernanke (2007) destaca el carácter “acelerador” del crédito financiero, que en las fases expansivas del ciclo del PBI puede generar una oferta que incluso supere a dicha demanda. Inevitablemente dicho exceso de oferta se purga mediante los mecanismos de mercado: la deflación de los activos financieros excedentes (como en este caso con la desvalorización de los activos financieros durante la crisis) o mediante el ajuste de precios relativos similares al proceso de “inflación estructural” (el aumento del resto de los precios, que ajusta a la baja a los activos financieros excedentes). En este último caso debe existir una política monetaria expansiva, o como mínimo cierta laxitud o pasividad de la oferta monetaria ante el proceso inflacionario.

Luego de apreciar el carácter potencialmente recesivo del ajuste deflacionario, este segundo camino parece haber sido el privilegiado por la FED. Como vimos en el gráfico N° 1, a partir de septiembre de 2007 se comenzaron a bajar fuertemente las tasas de interés a niveles prácticamente insignificantes a nivel nominal, mediante una fuerte ampliación de la base monetaria (que se aprecia por el incremento del ratio $M1 / M3$); proveyendo asimismo de liquidez al sistema interbancario y a mercados claves en el marco de la crisis, como el hipotecario (Bernanke, 2009). Asimismo, la FED tomó otra medida significativa para evitar que se profundizara la fragilidad financiera sistémica: la estatización de pasivos de instituciones financieras en bancarota, como Bear Stearns y el American International Group. Esta fuerte estatización de la deuda de bancos u otras instituciones financieras puede apreciarse en el gráfico N° 6 en el sendero contrapuesto de la participación de los sectores financiero y gobierno en el nivel de deuda del mercado de crédito de Estados Unidos a partir de 2008. Heymann (2009) remarca el carácter político de esta decisión de redistribución de riqueza; y de mayor efectividad que el ajuste deflacionario mediante el mercado y los tribunales de quiebras para reestructurar

las bases de la inversión y el crecimiento, debido a que mejora las expectativas y evita profundizar el atesoramiento fundado en la incertidumbre de la crisis. Luego de las contracciones del PBI en 2008 y 2009 (ver gráfico N° 1), la inflación recuperó los niveles de pre-crisis, que sin embargo no parecen estar afectados por el aumento de la oferta monetaria: la baja incidencia de la ampliación de la base monetaria en la inflación se debió en parte al contexto de crisis, que aumentó atesoramiento de las instituciones financieras (Bernanke, 2009).

Síntesis y conclusiones

En este trabajo hemos analizado separadamente, y luego relacionado, dos conceptos fundamentales para abordar la crisis internacional: la nueva DIT y la hegemonía monetaria internacional de Estados Unidos. Como hemos analizado, dicha hegemonía permitió relajar la restricción externa (vigente en el resto de los países) en el marco de fuertes importaciones de bienes industriales asiáticos. Los ingresos de base tecnológica no lograron compensar el déficit en bienes, por lo que el exceso de demanda fue cubierto aprovechando los beneficios del señoreaje internacional que permite la hegemonía monetaria. El aumento de la tasa de interés impulsada por la FED para ajustar dicho desbalance, desequilibró el esquema especulativo montado sobre el exceso de liquidez precedente y la laxa regulación financiera, desencadenando la crisis. Por ende, la misma se manifestó en el sistema financiero, a pesar de tener como fundamento la interacción entre la esfera real y monetaria: la hegemonía monetaria permitió postergar un proceso de ajuste externo de larga data fundamentado en el sector real, que finalmente se impuso mediante la crisis.

En este marco, la sobreutilización de dicha hegemonía (por encima de la demanda de dinero mundial para transacciones y atesoramiento) genera incentivos para que los diversos países intenten sortear al dólar como dinero mundial (Rapoport y Brenta, 2010); debido a la devaluación de los activos de Estados Unidos y la consecuente necesidad de diversificar la cartera de activos, de manera de evitar el componente inflacionario del señoreaje internacional. Como bien menciona Frankel (2012), los países de la OPEP han debatido cambiar la medida del valor del comercio internacional del petróleo, ante el contexto de pérdida de valor del dólar; medida que no han llegado a concretar. Asimismo, diversos países han comenzado a realizar *swaps* de monedas para sortear al dólar como medio de circulación en el comercio internacional, como es el caso de China con Argentina (Murphy y Yuan, 2009). Argentina y Brasil también han decidido basar su intercambio bilateral en sus propias monedas, y ya no en el dólar (Rapoport y Brenta, 2010).

Sin embargo, dista de estar claro que la situación estructural de la economía mundial esté determinando una transición de la hegemonía monetaria internacional, como podría ser hacia China. Diversos autores (Eichengreen y Flandreau, 2010; Frankel, 2012) destacan que para desplazar a un hegemón monetario internacional previamente hay que consolidar una primacía productiva y en el comercio internacional, condición que cumple China. Sin embargo, dicha condición no es suficiente:

como afirma Frankel (2012), para efectivizar dicha transición el candidato a la hegemonía monetaria internacional debe poseer un sistema financiero abierto, desregulado, y profundo; de manera de favorecer la creación secundaria del dinero internacional y el desarrollo de las instituciones que lo canalizan. Esta apertura y desregulación del sistema financiero está en contraposición con la actual política de control del sistema financiero y restricciones en la cuenta capital y financiera en China; cuyo objetivo es, entre otros, mantener la competitividad cambiaria, uno de los pilares de la industrialización con orientación exportadora. La apertura y desregulación financiera necesaria para consolidar al renminbi a nivel internacional, generarían una demanda de dinero y activos financieros de origen chino que tendería a apreciar su moneda. En este marco, el gobierno chino ha intentado posicionar al renminbi a nivel internacional (mediante *swaps* de monedas, permitiendo a las empresas chinas comerciar en renminbi a nivel internacional, y a los bancos centrales extranjeros a atesorarlos, entre otros), sin desregular el sector financiero nacional y la cuenta capital y financiera (Murphy y Yuan, 2009; Frankel, 2012); en una experiencia sin precedentes en este tipo de transiciones (McCauley, 2011). Es importante recordar que en la segunda mitad del siglo XX diversas monedas han competido con el dólar a nivel internacional (como el marco alemán y el yen), pero han logrado solo una internacionalización parcial (Frankel, 2012).

Complementariamente, la estructura económica de Estados Unidos ha sufrido ciertas transformaciones en los últimos años, que han permitido cierta revaluación del dólar al mitigar levemente el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos. A pesar de que no se apreciaría una clara recomposición de la competitividad industrial (Nager y Atkinson, 2015), la leve reducción del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos se dio en el otro de sus grandes componentes deficitarios a nivel comercial: el *shale oil* permitió una reducción del déficit comercial en petróleo (ver gráfico N° A.3 del Anexo). Esta mayor oferta de petróleo impactó a la baja de su precio internacional (ver gráfico N° 5), y muy especialmente del precio del mismo en Estados Unidos. Sin embargo, esto tampoco habría motorizado sustancialmente la estructura industrial de Estados Unidos y su competitividad internacional (Nager y Atkinson, 2015); pero sí tuvo el efecto inmediato de reducir de manera considerable el déficit de comercio exterior de petróleo, tanto por la reducción del precio como de las cantidades importadas (Sun, 2014).

Este contexto de potencial transición de la hegemonía monetaria internacional merece que recordemos que la última transición de este tipo se dio en el marco de dos guerras mundiales y una gran crisis económica; licencia que a esta altura del desarrollo tecnológico (y de las armas de destrucción masiva) la sociedad ya no se puede tomar. Por otro lado, el privilegio exorbitante que dicha hegemonía implica (más allá de quién sea su beneficiario); complementado por la consolidación de la internacionalización de la producción y transnacionalización del capital (que limitan la potencialidad de las políticas macroeconómicas, distributivas y de desarrollo a nivel nacional), demuestran la necesidad de ahondar la regulación económica a nivel supranacional. El desafío no solo es desarrollar dichas estructuras jurídicas

e instituciones, sino dotarlas de un contenido político que permita efectivizar el desarrollo económico, aún ausente en la gran mayoría de los países del mundo.

RESUMEN

La hipótesis de este trabajo sostiene que la crisis económica internacional iniciada en 2007 tuvo como fundamento la tensión entre dos determinaciones: la reestructuración productiva internacional que implicó la nueva División Internacional del Trabajo, con la industrialización asiática (y muy especialmente la aceleración de la industrialización de China en la última década) y el posicionamiento de los países desarrollados como proveedores internacionales de tecnología; en contraposición a la hegemonía monetaria internacional de Estados Unidos, que le permitió relajar la restricción externa en el marco de fuertes importaciones de bienes industriales asiáticos. Los ingresos de base tecnológica no lograron compensar el déficit en bienes, por lo que el exceso de demanda fue cubierto aprovechando los beneficios del señoreaje internacional que son generados por la hegemonía monetaria. El aumento de la tasa de interés impulsada por la Reserva Federal para ajustar dicho desbalance, desequilibró el esquema especulativo montado sobre el exceso de liquidez anterior y la relajación de la regulación financiera (así como sobre una novedosa ingeniería financiera), desencadenando la crisis.

ABSTRACT

The hypothesis developed in this paper is that the international economic crisis that began in 2007 was grounded on the tension between two determinations: the international productive restructuration that involved the new international division of labour, with the Asian industrialization (and especially the acceleration of industrialization of China over the past decade) and the positioning of developed countries as international technology providers; opposed to the international monetary hegemony of the US. This hegemony relaxes the external constraint under strong imports of Asian industrial goods. Technology-based revenue failed to offset the deficit in goods, so the excess demand was covered exploiting the benefits of international seigniorage that are generated by monetary hegemony. The increase in interest rates driven by the Federal Reserve to adjust this imbalance, unbalanced speculative scheme mounted on excess liquidity and relaxation of financial regulation (as well as on a new financial engineering), triggering the crisis.

Bibliografía

- Aizenman, J; y Lee, J. (2005): *"International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence"*. IMF Working Paper WP/05/198.
- Arrighi, G. (2007): *"Adam Smith en Pekin. Orígenes y fundamentos del siglo XXI"*. Akal, Madrid.
- Bagehot, W. (2002): *"Lombard Street. A Description of the Money Market"*. Blackmask Online, sobre el original de 1873.
- Balassa, B. (1979): *"Cambios en la división internacional del trabajo en productos manufacturados"*. Banco Mundial, documento de trabajo N° 329.
- Banco Mundial (2012): *"China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society"*. Washington.

- Bekerman, M; Sirlin, P; y Streb, M. (1995): "*Política económica en experiencias de Asia. Los casos de Corea del Sur, Taiwán, Malasia y Tailandia*". Documento de Trabajo CENES N° 2. FCE-UBA, Buenos Aires.
- Bernanke, B (2007): "*The Financial Accelerator and the Credit Channel*". Discurso pronunciado en The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia. 15 de Junio de 2007.
- Bernanke, B. (2009): "*Federal Reserve policies to ease credit and their implications for the Fed's balance sheet*". Discurso pronunciado en el National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington DC, 18 de febrero de 2009.
- Blanchard, O. y Giavazzi, F. (2005): "*Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach*". China Economic Research and Advisory Programme.
- Bordo, M. (1993): "*The Gold Standard, Bretton Woods and other monetary regimes: an historical appraisal*". NBER Working Paper N° 4310.
- CEPAL (2008): "*Las relaciones económicas y comerciales entre América Latina y Asia-Pacífico: el vínculo con China*". Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Chow, G. (2002): "*China's economic transformation*". Blackwell Publishing.
- Coriat, B. (1993): "*El taller y cronómetro: Ensayo sobre el taylorismo, el fordismo y la producción en masa*". Ed. Siglo XXI, España.
- Coriat, B. (2000): "*El Taller y el Robot: Ensayos sobre el fordismo y la producción en masa en la era de la Electrónica*". Ed. Siglo XXI, México.
- Dosi, G; Freeman, C; y Fabiani, S. (1994): "*The Process of Economic Development: Introducing Some Stylized Facts and Theories on Technologies, Firms and Institutions*". Industrial and Corporate Change, 3(1), pp. 1-47.
- Eichengreen, B. (2004): "*Global imbalances and the lessons of bretton woods*". NBER Working Paper 10497.
- Eichengreen, B. (2008): "*Globalizing capital: a history of the International Monetary System*". 2da Edición, Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2009): "*La parábola de los ciegos y el elefante*". Ensayos Económicos N° 53/54, BCRA. Enero - Junio 2009.
- Eichengreen, B; Rose, A; y Wyplosz, C. (1996): "*Contagious currency crises*". NBER Working Paper 5681.
- Eichengreen, B; y Flandreau, M. (2010): "*The Federal Reserve, the Bank of England and the rise of the dollar as an international currency, 1914-39*". Bank for International Settlements Working Paper N° 328. ISBN 1682-7678. Suiza.
- Fernandez-Stark, K; Bamber, P; y Gereffi, G. (2011): "*The offshore services value chain: upgrading trajectories in developing countries*". Int. J. Technological Learning, Innovation and Development, Vol. 4, Nos. 1/2/3.
- Fleming, J. (1962): "*Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates*". IMF Staff Papers, N° 9, pp. 369-379.
- Frankel, J. (2012): "*Internationalization of the RMB and historical precedents*". Journal of Economic Integration, Sejong University.

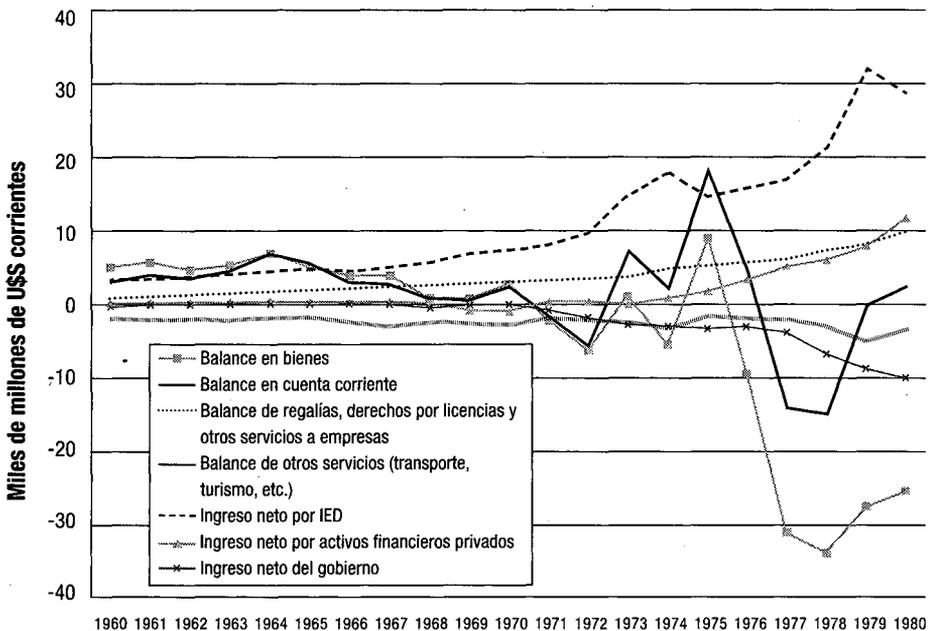
- Freeman, C. (1995): "*The 'National System of Innovation' in historical perspective*". Cambridge Journal of Economics, 19, págs 5-24.
- Fröbel, F; Heinrichs, J; Otto Kreye; O. (1980): "*La nueva división internacional del trabajo: paro estructural en los países industrializados e industrialización de los países en desarrollo*". Siglo XXI de España Editores.
- Gereffi, G; Humphrey, J; y Sturgeon, T: (2005): "*The governance of global value chains*". Review of International Political Economy.
- Gourinchas, P; y Rey, H. (2005): "*From world banker to world venture capitalist: us external adjustment and the exorbitant privilege*". NBER Working Paper 11563.
- Heymann, D. (2009): "*Notas sobre variedades de crisis*". Ensayos Económicos N° 53/54, BCRA. Enero - Junio 2009.
- Hikino, T; y Amsden, A. (1995): "*La industrialización tardía en perspectiva histórica*". Desarrollo Económico, Vol. 35, N° 137.
- Hofman, B. y Wu, J. (2009): "*Explaining China's Development and Reforms*". Commission on Growth and Development, The International Bank for Reconstruction and Development. Washington, DC.
- Jenkins, R. (1984): "*Divisions over the international division of labour*". Capital & Class, Vol. 8.
- Knutsen, H. (1998): "*Globalization and international division of labour: two concepts -one debate?*" Norsk geografisk Tidsskrift, Vol. 52 (3), pp. 151-163.
- Levin, P. (2003): "*Ensayo sobre la cataláctica*". Nueva Economía, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas, Año XII Nro. 20.
- Lin, J. (2011): "*China and the global economy*". 20° Anniversary of the University of Science and Technology of Hong Kong.
- Marx, K. (2002): "*El capital*". Tomo I. Siglo XXI editores, Argentina.
- McCauley, R. (2011): "*Internationalizing the Renminbi and China's Financial Development Model*". Council on Foreign Relations, Bank for International Settlements, New York.
- Memedovic, O. y Iapadre, L. (2009): "*Structural change in the world economy: main features and trends*". United Nations Industrial Development Organization (UNIDO), Research and Statistical Branch working paper N° 24/2009, Vienna.
- Menger, K. (1892): "*El origen del dinero*". The Economic Journal, EE.UU.
- Mundell, R. (1963): "*Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*". The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, N° 4, pp. 475-485.
- Murphy, M; y Yuan, W. (2009): "*Is China ready to challenge the dollar? Internalization of the renminbi and its implications for the United States*". Center for Strategic and International Studies, Washington.
- Nager, A; y Atkinson, R. (2015): "*The myth of America's manufacturing renaissance: the real state of U.S. manufacturing*". The Information & Technology Foundation, Washington.
- Nordås, H. (2005): "*International production sharing: a case for a coherent policy framework*". World Trade Organization Discussion Paper N° 11, Geneva.

- Obstfeld, M ; y Rogoff, K. (2009): "*Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*". Artículo preparado para la Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, CA, 18-20 de Octubre, 2009.
- Ohlin, B. (1933): "*Interregional and International Trade*". Harvard. University Press.
- Olivera, J. H. G. (1960): "*Teoría no monetaria de la inflación*". El Trimestre Económico, N° 108. México, octubre-diciembre.
- Olivera, J. H. G. (1965): "*Inflación estructural y política financiera*". Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas. Serie 3°, Vol. X. Buenos Aires.
- Olivera, J. H. G. (1969): "*A Note on the Optimal Rate of Growth of International Reserves*" Journal of Political Economy, Vol. 77, No. 2 (Mar. - Apr., 1969), pp. 245-248.
- Olivera, J. H. G. (1983): "*Dinero Pasivo Internacional y Hegemonía Monetaria*". Desarrollo Económico, Vol XXIII N°89.
- Olivera, J. H. G. (1968): "*El dinero pasivo*". El Trimestre Económico, octubre - diciembre de 1968, pp. 695-706.
- OMC (2011): "*Entender la OMC*". División de información y relaciones exteriores de la Organización Mundial de Comercio. ISBN: 978-92-870-3750-3. Ginebra.
- Ominami, C. (1986): "*El Tercer Mundo en la crisis. Las transformaciones recientes de las relaciones Norte-Sur*". GEL, Buenos Aires.
- Palley, T. (1996): "*Accommodationism versus Structuralism: Time for an Accommodation*" Journal of Post Keynesian Economics, 18 (Summer 1996), 585-94.
- Palma, G. (2009): "*The Revenge of the Market on the Rentiers: Why neo-liberal Reports of the end of history turned out to be premature*". Cambridge Working Papers in Economics N° 0927.
- Prebisch, R. (1973): "*Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico*". Serie conmemorativa del XXV aniversario de la CEPAL. Santiago de Chile. Febrero de 1973.
- Prebisch, R. (1986): "*El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*". Revista Desarrollo Económico, Vol. N° 26, N° 103.
- Rapoport, M; y Brenta, N. (2010): "*La crisis económica mundial: ¿el desenlace de cuarenta años de inestabilidad?*". Revista Problemas del Desarrollo, Vol. 41, N° 163. México.
- Ricardo, D. (1959): "*Principios de economía política y tributación*". Fondo de Cultura Económica, México.
- Rodrik, D. (2006): "*What's so special about china's exports?*". NBER Working Paper Series N°11947, Cambridge.
- Romer, P. (1994): "*The Origins of Endogenous Growth*". Journal of Economic Perspectives, Vol. 8, N° 1.
- Ros, Jaime (2000): "*La teoría del desarrollo y la economía del crecimiento*". Centro de investigación y docencia económicas. Fondo de cultura económica. México.

- Sako, M. (2006): "Outsourcing and Offshoring: Implications for Productivity of Business Services". Oxford Review of Economic Policy, Vol. 22, Issue 4, pp. 499-512.
- Sturgeon, T; y Gereffi, G. (2009): "Measuring success in the global economy: international trade, industrial upgrading, and business function outsourcing in global value chains". Transnational Corporations, Vol. 18, No. 2.
- Suni, P. (2014): "The US shale energy boom and the price of fossil energy". Journal of Energy Challenges and Mechanic, Vol. 1, N° 2. North Sea Conference & Journal, Gran Bretaña.
- Triffin, R. (1985): "The International Accounts of the United States and their Impact upon the Rest of the World". "Cahiers Économiques" N° 3/85, Banque Internationale at Luxembourg. Luxembourg, 1985.
- UNCTAD (2009): "Information Economy Report 2009". UNCTAD, Naciones Unidas. ISSN 2075-4396.

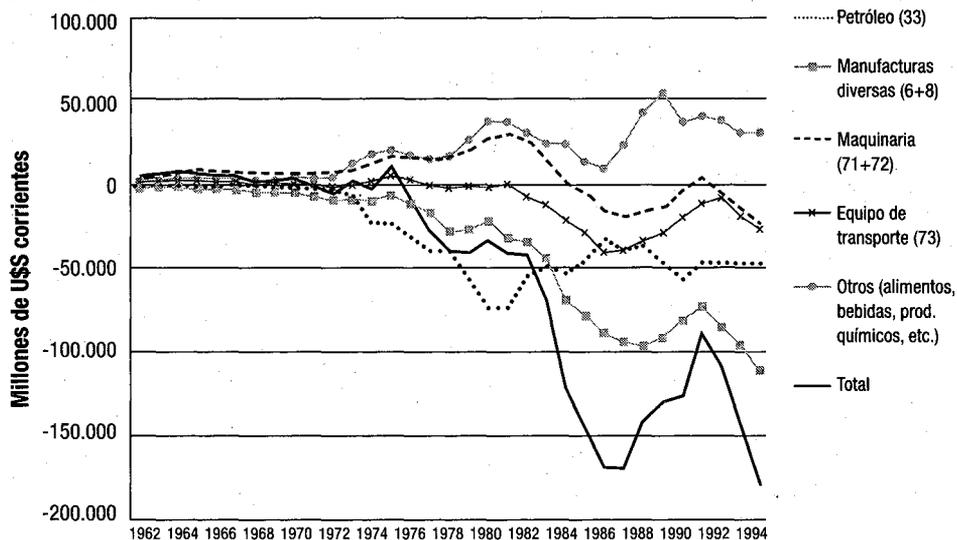
Anexo estadístico

Gráfico N° A.1: evolución de los componentes de la cuenta corriente de Estados Unidos para el período 1960-1980



Fuente: elaboración propia en base al Bureau of Economic Analysis

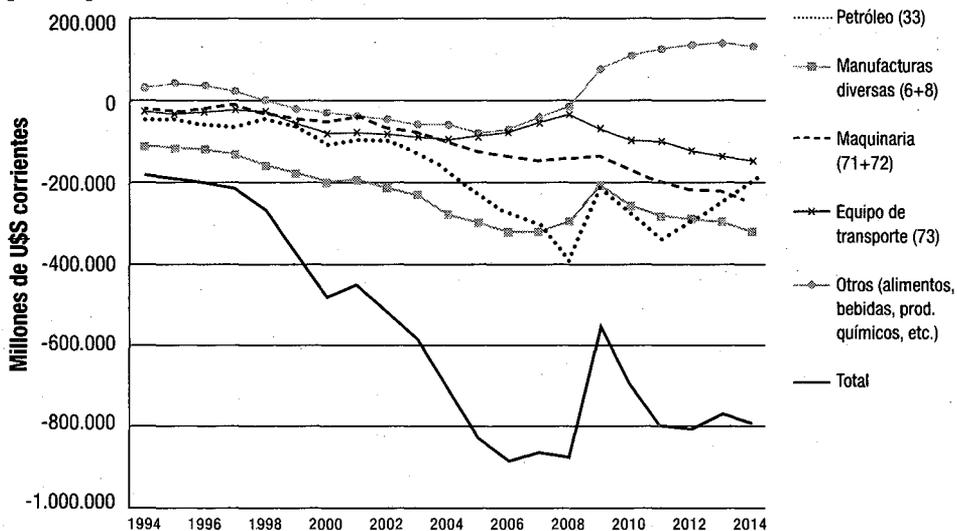
Gráfico N° A.2: evolución del saldo comercial en bienes de Estados Unidos por sector para el período 1962-1994



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE.

Nota: Entre parentesis figuran la clasificación sectorial según la Clasificación Uniforme de Comercio Internacional (CUCI), Revisión 1.

Gráfico N° A.3: evolución del saldo comercial en bienes de Estados Unidos por sector para el período 1994-2014



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE.

Nota: Entre parentesis figuran la clasificación sectorial según la Clasificación Uniforme de Comercio Internacional (CUCI), Revisión 1.