

HACIA UN NUEVO SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL*

Carlos Massad**

* Este artículo fue escrito en septiembre de 1975 y constituye el texto actualizado de la versión magnetofónica de una conferencia dada en la sede del Banco Central de Uruguay, publicada por esa institución y reproducida en el Boletín del Banco Central de Chile, septiembre de 1974 (Vol. XLII, N°559).

** El autor agradece los comentarios de Roberto Zahler y la ayuda editorial de Samuel B. Mardones. Los errores que aún puedan subsistir son producto y responsabilidad del autor y su pertinacia.

1. IDEAS BASICAS

Dos son los problemas básicos por resolver en un sistema monetario internacional: el ajuste de las balanzas de pago y la creación de liquidez internacional. Según funcionen las economías en sus relaciones con el exterior, habrá saldos positivos o negativos de sus balanzas de pagos. Ningún país puede soportar indefinidamente saldos negativos, porque llegará un momento en que no tendrá como cubrirlos. Tampoco puede tener sostenidamente saldos positivos, porque también se le crearán problemas, entre otros, de tipo monetario; un superávit de balanza de pagos significa generar circulante y esta generación ha de tener un límite. Aunque la acumulación del superávit tiene un costo alternativo, relacionado con las importaciones que se dejan de hacer para acumular reservas, este costo no siempre puede superar la tendencia natural a considerar "bueno" un superávit y, "malo", un déficit. Se requiere, por lo tanto, crear incentivos a fin de que los países sigan políticas apropiadas para alcanzar el ajuste de sus respectivas balanzas de pagos.

Por otra parte, en la medida en que se desarrolla la economía mundial, en que las transferencias de capitales, de productos y de servicios, adquieren mayor importancia, los países necesitan crecientes reservas líquidas que tengan aceptación internacional. Cualquier sistema monetario internacional debe proveer algún mecanismo que posibilite, de manera sistemática y ordenada, satisfacer las necesidades de liquidez internacional que genera la expansión del comercio mundial.

2. EL CONVENIO DE BRETTON WOODS

El reconocimiento de la existencia de estos dos problemas centrales hizo que, después de la segunda guerra mundial, los países victoriosos pensarán en organizar el sistema monetario internacional del futuro. Durante cerca de dos años (1945-1946) hubo reuniones en las que, tras arduas discusiones, se llegó a configurar el sistema conocido como Convenio de Bretton Woods, que operó hasta la segunda mitad de 1971.

Se definió que lo importante era intentar que los tipos de cambio fuesen rígidos, manteniéndose el oro como base del sistema. Se estableció una paridad de las monedas en relación con este metal, y, como todas guardaban una equivalencia con el oro, automáticamente se fijaron las equivalencias entre ellas. Estas podían fluctuar dentro de un margen del uno por ciento, hacia arriba o hacia abajo, respecto de la paridad y se suponía que tales cambios fijos sólo podrían ser alterados cuando se produjesen desequilibrios de las balanzas de pagos que pudiesen ser calificados como fundamentales. Los desequilibrios circunstanciales deberían restablecerse mediante la aplicación de políticas internas de los países, antes que por una modificación del tipo de cambio.

En este esquema, la política monetaria y la fiscal desempeñaban papeles fundamentales: si un país sufría un déficit de su balanza de pagos, se esperaba que aplicara una política monetaria restrictiva, es decir, que no expandiera, o lo hiciese

limitadamente, o redujera, según las circunstancias, la cantidad de circulante y la extensión del crédito. El efecto sobre la demanda agregada sería una restricción del nivel de actividad económica interna, lo que dejaría una mayor cantidad de artículos disponibles para ser exportados; habría un menor nivel de ingresos y de actividad que reduciría la demanda de importaciones, produciéndose entonces una tendencia equilibradora.

La política fiscal tendría un papel parecido. En caso de un déficit, una política fiscal restrictiva tendería a restar recursos al flujo económico y, por lo tanto, a presionar hacia abajo el nivel del gasto nacional, liberando así recursos para la exportación y disminuyendo la presión por importaciones. Provocaría así una tendencia equilibradora. En el caso de un superávit, la política sería la inversa.

Además, una política monetaria restrictiva, destinada a eliminar un déficit de la balanza de pagos, tendería a elevar las tasas de interés y con ello atraería capitales desde el exterior, lo que es un flujo equilibrador. En cambio, una política monetaria expansiva causaría una reducción de la tasa de interés, con lo que produciría un éxodo de capitales y una tendencia a la eliminación del superávit.

De manera que, dentro del Convenio de Bretton Woods, se puso gran énfasis en las políticas internas monetarias y fiscales, y se estimó que ajustes en el nivel de actividad o presiones monetarias internas tenderían a eliminar los desequilibrios de la balanza de pagos que no fuesen fundamentales. La dificultad de definir qué era un desequilibrio fundamental fue obviada en la práctica: cualquier desequilibrio que no podía eliminarse a través de medidas monetarias o fiscales, incluidos los movimientos de capital y las tasas de interés, era considerado fundamental; es decir, se lo definió por exclusión.

También, se esperaba que, para mantener la rigidez de los tipos de cambio, los países los defenderían. La rigidez

cambiaria no se obtiene automáticamente sino que es el resultado de una acción de la política económica de los países, que se obligan a comprar o a vender su propia moneda o monedas extranjeras a las paridades correspondientes dentro de sus respectivos territorios, sin permitir que el precio, comprador o vendedor, de las divisas fluctúe más allá del uno por ciento. El número de tipos de cambio es uno menos que el de países; si éstos son dos, habrá uno solo de aquél; si son "n" países, habrá "n" menos uno tipos de cambio. De manera que, si todos los países intervinieran en el mercado cambiario, se podría producir un problema de sobredeterminación de tipos de cambios. Para salvar esta posibilidad, uno de los signatarios del Convenio de Bretton Woods, a saber, Estados Unidos de América, decidió no defender activamente el dólar, con lo que se tuvo "n" menos uno tipos de cambio y "n" menos uno países que actuaban en el mercado; por lo tanto, el sistema era operante. A cambio de esta posibilidad, ese país se comprometió a hacer que su papel moneda fuese convertible en oro. Naturalmente, dado que era el único país mayor que había salido de la guerra con su estructura productiva casi indemne y, además, con apreciables reservas de oro, su moneda era la más deseada internacionalmente; el dólar estadounidense se convirtió en el signo monetario que casi todos los países utilizaban en sus transacciones, incluso las destinadas a defender sus propios tipos de cambio; es decir, interviniendo en el mercado mediante el dólar.

3. EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Este proceso, como es lógico, requería cierta supervigilancia aceptada por todas las partes interesadas y, en Bretton Woods, se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI o FONDO) cuyo papel esencial era ver que el Convenio se cumpliera.¹ Tanto fue así que se pensó en que país alguno podía

¹ En todas las discusiones que llevaron al Convenio de Bretton Woods participó la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) como uno de los países aliados en ese momento; incluso fue un soviético quien presidió la comisión que estudió las operaciones del Fondo. La URSS firmó el acta de Bretton Woods, pero nunca ratificó el Convenio ni adhirió al Fondo.

alterar la paridad de su moneda sin informar previamente al Fondo, si la alteración era mínima, o solicitarle expresa autorización, si era mayor. Además, para apoyar el sistema y suavizar el ajuste de las economías ante desequilibrios de las balanzas de pagos, el Fondo contó con recursos contribuidos en cuotas por los países miembros, los que ponía a disposición de aquéllos que encaraban tales dificultades, a condición de que adoptaran las medidas de política interna que fueran necesarias o las modificaciones cambiarias aconsejables.

En resumen, se esperaba que el sistema resolviera los desajustes menores mediante políticas internas y, los fundamentales, a través de variaciones del tipo de cambio. El Fondo supervigilaba el proceso y prestaba dinero (obtenido por cuotas de los países miembros), siempre que adoptaran medidas apropiadas para equilibrar el desajuste. De facto, el dólar era la moneda de intervención. Estados Unidos no intervenía activamente en los mercados monetarios mundiales; eran los otros países los que asumían la obligación de defender sus respectivas paridades, pero en la medida en que todos mantuvieran su tipo de cambio con el dólar, el valor de éste respecto de todas las demás monedas quedaba establecido y, por su parte, el País del Norte se comprometía a mantener la convertibilidad de su moneda en oro.

En cuanto a la creación de liquidez, el Convenio de Bretton Woods confiaba en que la acumulación de oro por parte de los bancos centrales proveería los aumentos de liquidez internacional que fuesen necesarios. Se convino, además, en que habría variaciones en el precio oficial del oro cuando tales acumulaciones resultaran insuficientes.² Además, para au-

² Cuando se aumenta el precio del oro en términos de dólares, en realidad se está aumentando la liquidez internacional - medida en dólares. Lo que cuenta para el comercio internacional es la liquidez, medida no necesariamente en términos de oro sino más bien en términos del dólar, que es o fue la única moneda de intervención de todos los países.

mentar la liquidez, se previó que el FMI pudiera aumentar las cuotas de los países miembros, con lo que también se incrementaba, en cierto sentido, la liquidez internacional; por lo menos, la condicional.³ No se esperaba un aumento sustancial de las tenencias de divisas por parte de los países.

4. EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA

El tiempo demostró que el sistema tenía dificultades en germen. La primera derivó del hecho de que los incentivos para el ajuste de las balanzas de pago afectaban nada más que a los países deficitarios y ni siquiera a todos sino sólo a algunos. Es obvio que un país no puede perder sus reservas hasta agotarlas; si así ocurriera caería en falencia, se le cerrarían las puertas del crédito y del comercio internacional y, en un mundo interdependiente como es el actual, le sería muy difícil subsistir. De ahí que un país cuya balanza de pagos es deficitaria tiene que adoptar medidas de ajuste. No está en situación igual un país que tiene una balanza de pagos en superávit. En su caso, los incentivos para adoptar medidas de ajuste se reducen al costo alternativo que representa la acumulación de reservas y a los problemas monetarios internos que el superávit pueda generar; pero, si es capaz de afrontarlos, por ejemplo, cortando otras vías de expansión monetaria o elevando las tasas de encaje, o realizando operaciones de mercado abierto, o usando algún otro de los instrumentos conocidos en política monetaria para absorber circulante, puede mantener indefinidamente o, por lo menos, durante un lapso prolongado, ese superávit, sin que exista un incentivo suficientemente fuerte para eliminarlo.

En un mundo en que el conjunto de su comercio debe estar en equilibrio, por definición,⁴ el superávit de la balanza

³ En la medida en que hay más recursos de crédito hay cierta mayor liquidez. El crédito no es tan líquido como las reservas propias del país, puesto que para usarlo hay que satisfacer ciertas condiciones. Por eso se habla de liquidez condicional, para distinguirla de la llamada liquidez incondicional, constituida por las reservas propias, a saber, el oro y las divisas que un país posee.

⁴ Salvo por la creación de reservas, que no afecta mayormente al problema.

de pagos de un país significa la existencia de déficit en otras balanzas. De manera que, si no hay incentivos para que el país con superávit ajuste su balanza de pagos, el peso del restablecimiento del equilibrio tiende a recaer sobre los países con déficit, no obstante que éstos puedan no haber generado el problema. El caso típico de esta situación es el de un país cuya moneda está subvaluada, es decir, más depreciada de lo que necesita para equilibrar su comercio; este país es el que debiera hacer el ajuste, y no los otros cuyos déficit se han generado porque aquél fuerza un superávit.

El sistema de Bretton Woods dejó todo el peso de los ajustes a los países con déficit y no hizo fuerza alguna sobre los países con superávit, salvo una disposición que figura en uno de los artículos del estatuto del Fondo,⁵ que le permite declarar escasa a la moneda de un país; pero son tan graves las consecuencias de tal declaración que es una penalidad inaplicable y, por ser desmesurada respecto de la razón que la origina, nunca se ha hecho efectiva.

Esta asimetría es una de las causas generadoras de problemas mundiales. El incentivo y el peso del ajuste recaen esencialmente sobre los países con balanzas de pagos deficitarias; pero no sobre todos sino sólo algunos, porque hay una excepción. Supóngase, por ejemplo, que la moneda del país A fuera aceptada internacionalmente como moneda de reserva. Esto significaría que, si el país A tuviera un déficit en su balanza de pagos, podría cubrirlo con su propia moneda. Mientras el resto de los países desee aceptar esa moneda como reserva, A puede mantener un déficit de su balanza de pagos, sin que nadie se lo cobre; A no pierde reservas con él, ya que lo paga con su propia moneda, la que puede fabricar a muy bajo costo; en otras palabras, aunque es deficitario, no tiene incentivo para el ajuste. Este es el caso concreto de Estados Unidos.

⁵ Artículo VII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional.

La segunda de las dificultades en germen en el sistema de Bretton Woods concernía a la generación de liquidez. Se había previsto que ésta operaría mediante la acumulación de producción adicional de oro y, también, a través de variaciones del precio oficial de este metal. Este sistema para generar liquidez en el mundo, no funcionó porque, llegar a un acuerdo para variar el precio oficial del oro, como se ha comprobado por la experiencia de los últimos años, es tarea de gigantes, ya que las variaciones en el precio del metal ocasionan fuertes efectos redistributivos de riqueza entre los países. Tanto es así que, cuando se presentó el problema, se inventó toda clase de mecanismos para evitar una decisión sobre ese precio, entre otros, el de separar mercados; por ejemplo, cuando en 1960 el precio del oro en el mercado privado superó los cuarenta dólares por onza, un grupo de países formó un "pool" de sus reservas de oro, para mantener el precio en el mercado a no más de 35,20 dólares por onza;⁶ cuando, a fines de 1967 y comienzos de 1968, se registraron fuertes conversiones de monedas a oro, los mismos países, con excepción de Francia, dejaron de apoyar el precio oficial, creando un mercado oficial separado del mercado privado. Así, para incrementar la liquidez internacional sólo quedaba, en la práctica, un recurso: la acumulación de monedas de reserva. Para obtener dichas monedas, los países debían generar un superávit en sus respectivas balanzas de pago, que correspondía al déficit del país proveedor de la moneda de reserva. Si éste no hubiese registrado un déficit en sus pagos internacionales, se habrían generado problemas internacionales muy serios, porque no se habría creado la liquidez necesaria para que el sistema pudiera funcionar eficientemente; pero, al mismo tiempo, esto significó que, para acumular esa liquidez, los países tenían que pagarla entregando recursos reales a cambio de ella.

⁶ Alemania, Bélgica, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, el Reino Unido y Suiza.

Un superávit de balanza de pagos significa, en esencia, que se ha comprado menos de lo que se ha vendido. En otros términos, la acumulación de recursos financieros se alcanza en la medida en que no se gasta el total de los ingresos. Pero ello quiere decir que, para acumular recursos financieros, hay que entregar en cambio bienes o servicios presentes (o futuros, si se ha obtenido un préstamo). Las reservas de divisas se acumulan, entonces, a cambio de recursos reales.

Naturalmente, hay otra cara de la medalla: si un grupo de países está pagando una cierta cantidad por acumular liquidez, hay otro que está recibiendo un cierto pago por las reservas que entrega. O sea, hay una transferencia de recursos reales desde los países que acumulan liquidez para cubrir sus necesidades de pagos internacionales hacia los que la proveen.

5. LA QUIEBRA DEL SISTEMA

Después de la segunda guerra mundial, los países europeos y Japón comenzaron a desarrollar su comercio, aumentaron su productividad mucho más rápidamente que Estados Unidos y, junto con estabilizar sus economías, iniciaron la acumulación de dólares. Lo hicieron hasta tal punto que la cantidad de dólares existentes fuera de Estados Unidos llegó a superar las reservas en oro de este país. Surgió entonces la duda sobre si sería capaz de mantener la convertibilidad del dólar en oro. Gradualmente, se adoptaron medidas que en forma indirecta apuntaban hacia una disminución de esa convertibilidad, empezando por la sugerencia de consultas previas a operaciones de conversión de dólares a oro.

Al ponerse en duda la capacidad de Estados Unidos de cumplir su compromiso de conversión a oro, la situación se tornó inestable y cualquier rumor o acontecimiento político provocaba fuertes presiones sobre el mercado del oro. En diciembre de 1967, por ejemplo, los temores de un cambio en la política de Estados Unidos provocaron una pérdida de oro de este país de casi mil millones de dólares (unas 750 to-

neladas de oro fino). Las pérdidas continuaron en los primeros meses de 1968, hasta que en marzo, los países miembros del "pool" del oro⁷ declararon que no apoyarían más el precio de 25 dólares por onza en el mercado libre y que dicho precio se mantendría sólo para transacciones entre bancos centrales.

Todos estos acontecimientos generaron la impresión de que podría acercarse una crisis de liquidez internacional. Estados Unidos no estaba dispuesto a perder mucho más oro y, por lo tanto, parecía que se vería obligado a adoptar políticas económicas destinadas a generar un superávit en su balanza de pagos. Si este propósito se cumplía, se crearía un serio problema de liquidez internacional. En esta disyuntiva, se prefirió acelerar la puesta en marcha de un nuevo sistema de generación de liquidez internacional, aprobado en sus líneas generales en septiembre de 1967: los derechos especiales de giro. Estos consisten en meros asientos de contabilidad, asignados a cada país participante en el sistema en relación con sus cuotas en el Fondo Monetario Internacional, con valor vinculado inicialmente al oro,⁸ pero convertibles sólo en monedas, y no en oro.

Con las medidas adoptadas, el precio del oro en el mercado libre, durante un tiempo, no se apartó sustancialmente del precio oficial. Sin embargo, no fueron más de dos años de tranquilidad. En 1970 y 1971, el precio libre del oro se elevó apreciablemente sobre el oficial, creándose fuertes incentivos a los bancos centrales para reclamar la conversión

⁷ Con la excepción de Francia, que había abandonado el grupo en 1967.

⁸ Posteriormente, la valoración de los DEGs fue desvinculada del oro, para vincularla con un grupo de dieciseis monedas de países cuyo comercio exterior supera el uno por ciento del total de todos los miembros del Fondo. Las monedas se ponderan por una cifra convencional que refleja la importancia comercial relativa de cada una de ellas.

a oro de sus tenencias de divisas. El 15 de agosto de 1971, el gobierno de Estados Unidos declaró oficialmente que suspendía la convertibilidad de su moneda, declaración que no fue sino el reconocimiento de una realidad ya existente. Esa fecha marca el sepelio oficial del sistema de Bretton Woods.

A la muerte del sistema, se adoptaron medidas para evitar un caos monetario. Un grupo de diez países industriales alcanzó el acuerdo, respaldado luego por el Fondo, de variar la paridad de sus monedas, devaluándose algunas, el dólar entre ellas, y revaluándose otras, como el yen japonés y el marco alemán. La devaluación de la moneda de Estados Unidos respecto del oro implicó un aumento del precio oficial del metal, de 35 a 38 dólares por onza. Al mismo tiempo, se convino en ampliar el margen de fluctuación permitido en los tipos de cambio, desde el uno por ciento a cada lado de la paridad hasta el 2,25 por ciento, en la esperanza de que la mayor fluctuación permitida desalentara la especulación. No duró mucho la efectividad de este acuerdo y, muy pronto, proliferaron los sistemas cambiarios de todo tipo, con una variedad tal vez sin precedente histórico.

6. SISTEMAS CAMBIARIOS VIGENTES

La multiplicidad de sistemas cambiarios vigentes, incluye la llamada "serpiente". Un grupo de países integrado por Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Luxemburgo, Noruega y Suecia, convino en un sistema de intervención en el mercado cambiario destinado a impedir que los tipos de cambio de sus monedas se apartaran más del 2,25 por ciento, como máximo, entre sí, en relación con sus paridades o tasas centrales convenidas.⁹ En otros términos,

⁹ El concepto de "tasa central" es equivalente al de paridad, con la diferencia de que éste, normalmente, se entiende como una relación fija con el oro, mientras que aquél no supone, necesariamente, una relación con el metal sino, más bien, con otra moneda o con los derechos especiales de giro, e implica una mayor flexibilidad.

el conjunto de monedas de estos países se mueve más o menos al unísono dentro de los márgenes de fluctuación permitidos equivalentes a la medida del margen permitido en los acuerdos del Fondo. Mientras a este último se le dio el nombre periodístico de "túnel", al primero se le llamó la "serpiente", de lo que resultaba "la serpiente dentro del túnel". Posteriormente, el margen acordado por el Fondo, de 2, 25 por ciento a cada lado de la paridad, perdió vigencia práctica, con lo que resultó que la "serpiente" quedó sola, sin el "túnel". Francia se alejó del grupo en enero de 1974 y volvió a unírsele en el tercer trimestre de 1975. Recientemente se ha anunciado la inminente adhesión de Suiza.

Un grupo de países, que incluye a Canadá, Estados Unidos, Finlandia, Filipinas, Grecia, Islandia, Italia, Japón, Líbano, Malasia, Marruecos, Nigeria, Reino Unido, Singapur, Túnez y Yugoslavia, deja que sus monedas floten independientemente. Esto no quiere decir que las autoridades monetarias de estos países se abstengan de intervenir en el mercado. En realidad, todos ellos intervienen, en mayor o menor grado, para influir sobre el tipo de cambio de sus monedas.

Probablemente, el mayor número de países se cuenta entre los que fijan y mantienen el tipo de cambio de sus monedas en relación con la de alguno de los países industrializados; por ejemplo, en el continente africano, muchas naciones de habla francesa adhieren preferentemente al franco francés, mientras que muchos de habla inglesa adhieren a la libra esterlina. Los países latinoamericanos, en general, "pegan" sus monedas al dólar estadounidense.

Unos pocos países, entre ellos, Brasil, Colombia, Chile y Uruguay, si bien fijan sus tipos de cambio en relación al dólar, los varían con relativa frecuencia.

Algunos países establecen bastante a menudo, a veces diariamente, su tasa de cambios, tratando de mantener una

relación determinada entre su moneda y las de un conjunto de países con los que comercian. Este sistema opera por la vía de establecer algún promedio ponderado de los valores externos de las monedas de referencia y determinar un tipo de cambio con la moneda nacional tal que la relación con este promedio ponderado se mantenga fija. Argelia, Australia, Austria, Chipre, Finlandia, España y Nueva Zelanda son ejemplos de países que aplican este sistema.

Otros países, como Arabia Saudita, Birmania, Irán y Malawi, establecen y defienden su tipo de cambio en relación con los derechos especiales de giro, cuyo valor se determina actualmente con referencia a un promedio ponderado de dieciséis monedas de países cuyo comercio externo representa más de uno por ciento del comercio mundial. Este último caso se asemeja al anterior.

Como se señaló, los países que dejan flotar sus monedas lo hacen interviniendo en el mercado, en diversos grados. Se habla de flotación "limpia" cuando el banco central del país respectivo se abstiene totalmente de intervenir, comprando o vendiendo divisas en el mercado. Ello deja que el precio de la moneda, en términos de moneda extranjera, se fije libremente en él. La alternativa es la flotación "sucia", llamada así cuando la autoridad monetaria del país en cuestión interviene en el mercado cambiario. Para evitar una connotación negativa de la intervención de los bancos centrales en los mercados cambiarios, se ha remplazado el término "sucia" por "dirigida".

Los diversos tipos de flotación tienden a resolver los dos problemas básicos de un sistema monetario internacional: el ajuste de las balanzas de pago y la creación de liquidez internacional. Vale la pena examinar someramente cómo operan algunos de ellos.

En el sistema de flotación conjunta, los países cuyas monedas flotan juntas están comprometidos a mantener cier-

tos tipos de cambio entre sí, dentro de una banda de 2, 25 por ciento.¹⁰ Para ello se han obligado a intervenir en las monedas de los demás y han establecido un sistema de créditos para financiar sus necesidades de intervención. De manera que lo que primero surge del sistema es que sus necesidades de liquidez son satisfechas dentro del grupo y exclusivamente para sus integrantes. Cuando, por ejemplo, Alemania necesita intervenir en alguna otra de las monedas del grupo, puede obtener un préstamo automático al correspondiente banco central, liquidable treinta días (prorrogables) después del mes en que se hace la operación. Es un sistema de generación de liquidez exclusivo para los socios del club.

Cabe recordar que las monedas del grupo fluctúan juntas respecto de las del resto del mundo; es decir, entre esos países prácticamente no hay ajustes generados por sus tipos de cambio, que sólo pueden moverse dentro de estrechos márgenes, pero, sí, hay un ajuste entre el conjunto de sus monedas y las monedas de los países extraños al grupo. En otras palabras, el conjunto de las monedas sube o baja en relación con las del resto del mundo, y ese efecto genera una tendencia al ajuste del conjunto de las balanzas de pago de los países que actúan de consuno; lo que no asegura que haya ajuste para uno de ellos individualmente. Todavía más, por lo común, el movimiento del paquete de monedas estará influido por las necesidades de ajuste del país más importante del grupo; su divisa determinará la fluctuación del conjunto de monedas. O sea, para ese país sobresaliente, el movimiento del conjunto de las monedas es equilibrador, pero puede no serlo para los otros; lo más probable es que sea desequilibrador, con la consiguiente tendencia a la generación de

¹⁰ Esta banda se mide mediante la relación entre la moneda más fuerte y la moneda más débil del grupo y, por lo tanto, representa la distancia máxima que pueden separarse las monedas del grupo.

tensiones dentro del grupo. En efecto, la experiencia señala que cada vez que el marco ha estado por mucho tiempo por encima del conjunto de las monedas, Alemania ha tenido que aliviar la presión sobre los demás países mediante la revaluación de su signo monetario; es decir, cambiando la paridad, de modo de no seguir empujando hacia arriba a todo el conjunto. Por razones de este tipo, Francia abandonó el grupo, ya que el sistema operaba para ella de manera desequilibradora; por igual tipo de razones, no ha sido posible que Inglaterra e Italia adhieran al sistema. De lo anterior se desprende que el sistema de flotación conjunta lleva implícita la necesidad de ajustes graduales de las monedas involucradas.

Por otra parte, con el fin de cumplir sus obligaciones de intervención para mantener los tipos de cambios dentro de los límites acordados, los países que componen el conjunto que flota unido deben acumular liquidez en las diversas monedas del conjunto. Esta necesidad, como se ha dicho, se resuelve mediante una red de créditos recíprocos, por lo que las necesidades de liquidez que generan las obligaciones de intervención se satisfacen directamente dentro del grupo.

Por su parte, la flotación independiente, en general, favorece el ajuste de los pagos externos de un país, pero la tendencia equilibradora no aparece inmediatamente, dado que toma tiempo desarrollar las exportaciones, que hay compromisos para importar que deben ser cumplidos, y otras razones. Incluso, en un primer momento, puede haber un aumento de desequilibrio; pero, a mayor plazo, la flotación tenderá, en general, al equilibrio de la balanza de pagos.

En teoría, cuando una nación deja flotar su moneda, no necesita disponer de liquidez internacional, porque se supone que no interviene en defensa de su tipo de cambio y, por lo tanto, todo se ajusta en el mercado; pero, en reali-

dad, esto no es cierto ni siquiera en los casos de flotación limpia, puesto que, de todas maneras, los bancos centrales y los gobiernos realizan pagos regulares de comercio exterior y deudas y, naturalmente, necesitan recursos para operar.

Por otra parte, cuando el tipo de cambio es fijo, la autoridad monetaria asume el papel suavizador de las fluctuaciones de la oferta y la demanda, absorbiéndolas mediante la variación de sus reservas; es decir, cuando hay mucha oferta, el banco central adquiere y, cuando sube la demanda, entrega divisas. En el sistema de flotación independiente, ese papel pasa al sector privado, que tiene un incentivo mayor para intervenir en el mercado cambiario y, entonces, si bien la autoridad monetaria puede requerir menos recursos de intervención, el sector privado, que debe afrontar las fluctuaciones reflejadas en el precio de la divisa, requerirá de mayores recursos en moneda extranjera. En otros términos, con la flotación independiente, la demanda de liquidez del sector oficial se inclina a disminuir, pero la del sector privado tiende a crecer.

7. LOS SISTEMAS CAMBIARIOS ACTUALES Y LOS PAISES EN DESARROLLO

Los sistemas cambiarios actuales no facilitan las cosas a los países en desarrollo. Cuando diversas monedas importantes flotan solas o en conjunto, los países en desarrollo, para minimizar los riesgos de pérdida de valor de sus reservas, se ven en la necesidad de diversificar la composición de éstas, disminuyéndose así en algún grado la eficiencia de sus reservas. Esta necesidad de diversificación implica, a la vez, mayor necesidad de reservas oficiales. Por otra parte, los países en vías de desarrollo, no cuentan en general con mercados monetarios y cambiarios tan desarrollados y tales mercados ni siquiera existen para sus monedas en otros países financieramente más sofisticados. Por ello,

muchos países en desarrollo, se ven en la necesidad de pagar sus monedas a la de alguno de los países industrializados, con lo que las fluctuaciones de aquéllos reflejarán las de éste. Las variaciones del tipo de cambio de la moneda del país industrializado reflejarán, sin duda, las condiciones del mercado que éste enfrente y serán equilibradoras para su propia balanza de pagos; pero no tendrán por qué serlo para la balanza de pagos del país en desarrollo en referencia. Por tanto, en general, el sistema implica variaciones desequilibradoras en el tipo de cambio efectivo de la moneda del país en desarrollo. Esta influencia desequilibradora se une a otras ya existentes para producir incrementos en la demanda de reservas del país en desarrollo. Estas dificultades no se solucionan ni aun con la vinculación de la moneda del país en desarrollo a un promedio o "canasta" de monedas de países industrializados, ya que cada importador o exportador individual experimentará las influencias de las variaciones del tipo de cambio con sus propios mercados principales, y no las del promedio.

En suma, la situación actual afecta negativamente a los países en desarrollo desde el punto de vista del ajuste de su balanza de pago como de aquel de la situación de sus necesidades de liquidez internacional. Cabe reiterar en este último aspecto que los países mayores crean esta liquidez mediante acuerdos directos de créditos recíprocos entre ellos, acuerdos que excluyen a los países en desarrollo. Estos últimos tienen que obtener su liquidez adicional generando un superávit de la balanza de pagos, es decir, transfiriendo al resto del mundo recursos reales a cambio de divisas.

8. CARACTERÍSTICAS IDEALES DE UN SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

De lo que se ha dicho hasta aquí, se desprende que un sistema monetario ideal debiera distribuir equitativamente entre los países la obligación de aplicar medidas de ajuste de sus economías en cuanto éstas se aparten del equilibrio.

Por supuesto, no es fácil precisar lo que aquí se entiende por "equitativo", pero sería ya un avance importante el que un nuevo sistema proveyera incentivos para el ajuste no sólo para los países deficitarios, en general, sino, también, para los superavitarios y para aquéllos cuya moneda es adoptada por otros como de reserva. A la vez, el sistema debiera posibilitar una generación de liquidez regulada que fuese distribuida a todos los miembros del club internacional y no sólo a algunos de ellos, con un costo en términos reales tan cercano a cero como fuese posible. Lo deseable sería que existiese un sistema fiduciario de moneda internacional, como los actuales derechos especiales de giro (DEG).

Si bien estas características son muy ideales, ellas corresponden a los objetivos aceptados internacionalmente en numerosas reuniones recientes. Tales reuniones han llegado al punto de lograr el consenso acerca de la necesidad de hacer de los DEG el centro del sistema monetario internacional, reduciendo progresivamente el papel del oro y las monedas de reserva.

Si los DEG están en el centro del sistema monetario internacional, para hacer verdaderamente efectivo el mecanismo, debiera ser posible usarlos como instrumento de intervención en los mercados. De esta manera y estableciendo los tipos de cambio, no respecto de una moneda particular, o de varias de ellas sino de los derechos especiales de giro, se introduce un elemento nuevo en el cuadro monetario, que permitiría que todos los países pudieran intervenir en los mercados, sin que se generara un peligro de sobredeterminación de los tipos de cambio. Estos, al expresarse en relación a los DEG, representarían el mismo número que el número de países que intervengan en el mercado. La convertibilidad de las divisas en DEG crearía incentivos adicionales para el ajuste en los países de moneda de reserva, incentivos que no existen hoy. Crear los incentivos para el ajuste de los países con superávit requiere pensar en mecanismos como el depósito en el FMI de sus reservas por encima de

cierto límite, sin intereses o, incluso, con intereses negativos, si las reservas continúan incrementándose, o aun con la pérdida del derecho a recibir DEG durante un cierto período de tiempo.

En cuanto a la generación y distribución de la liquidez internacional, cabe recordar que la creación de los derechos especiales de giro se hace por acuerdo internacional y que éstos se distribuyen a los países de una manera convenida de antemano; en la actualidad, de acuerdo con las cuotas de los países en el Fondo. De este modo se aseguraría una distribución inicial de la liquidez mundial bastante mejor que la existente.

Las características del sistema así resumido permitirían, por una parte, eliminar las asimetrías actuales en el proceso de ajuste y, por otra, crear liquidez, evitando transferencias de recursos reales.

9. LAS PERSPECTIVAS

La naturaleza y fuerza de los intereses que actúan dentro del sistema monetario internacional, así como algunos problemas específicos que gravitan pesadamente sobre la economía mundial, no facilitan la tarea de prever la dirección probable de la evolución del sistema. Hay, sin embargo, algunas conclusiones claras. La primera de ellas es que la flotación de los tipos de cambio, más o menos dirigida, parece haber logrado resultados favorables en algunos aspectos importantes, como el de poner coto a movimientos desmesurados de capitales y facilitar el ajuste financiero ante cambios generados por los fuertes aumentos del precio del petróleo.

Los países industrializados parecen estar relativamente satisfechos con la experiencia de la flotación y han venido adaptando sus instituciones de modo de minimizar los aspectos negativos de tal sistema. Mientras mayor sea la elasti-

cidad de la demanda de importaciones y de la oferta de exportaciones, más rápido será el ajuste de la economía ante variaciones cambiarias, y menos los efectos distorsionadores que tales variaciones ocasionarán. En el caso de Estados Unidos, es probable que ambas elasticidades sean bastante elevadas, ya que las importaciones forman una proporción pequeña de la demanda total.¹¹ En el caso de las exportaciones ocurre algo similar.

En cuanto a Europa, el hecho de que un grupo de países importantes haya decidido flotar sus monedas conjuntamente, dentro de márgenes estrechos, hace que las relaciones entre comercio exterior y demanda doméstica deban medirse para el conjunto de los países, y no para cada uno de ellos individualmente. De esta manera se cumple, también, para esos países de Europa, lo afirmado más arriba. Por estas razones es probable que el sistema de flotación, en la forma en que ha emergido, tienda a perdurar.

¹¹ Recuérdese que $\eta_{DI} = \eta_{DT} \cdot \frac{C_T}{C_I} + \epsilon_{OS} \frac{C_S}{C_I}$

en que η_{DI} = elasticidad de la demanda de importaciones.

η_{DT} = elasticidad de la demanda total.

ϵ_{OS} = elasticidad de la oferta de sustitutos.

C_T = consumo total.

C_I = consumo importado.

C_S = consumo de sustitutos.

Si $\eta_{DT} = 0,5$ y $C_I = 0,10$ C_T y $\epsilon_{OS} = 0,5$, entonces $\eta_{DI} = 9,5$.

Igualmente, $\epsilon_{OE} = \epsilon_{OT} \cdot \frac{O_T}{O_E} - \eta_D \cdot \frac{C_D}{O_E}$, en que

ϵ_{OE} = Elasticidad de oferta de exportaciones.

ϵ_{OT} = Elasticidad de oferta total.

η_D = Elasticidad de demanda doméstica.

O_T = Oferta total.

O_E = Oferta de exportaciones.

C_D = Demanda doméstica.

Para los países en desarrollo, sin embargo, no se da la misma situación que para Estados Unidos y Europa, ya que su comercio exterior forma una parte apreciable de su producto nacional y el proceso de sustitución de importaciones, ocurrido en los años pasados, junto con una escasez crónica de recursos de financiamiento externo, han hecho que las importaciones sean difícilmente prescindibles o sustituibles. Al mismo tiempo, sus principales exportaciones forman una proporción muy elevada de la producción total de los productos correspondientes. Por otra parte, como se ha indicado más arriba, la flotación de las monedas principales contribuye a aumentar los desequilibrios externos de los países en desarrollo, con lo que éstos, seguramente, continuarán presionando, sin un éxito dramático, por lograr alguna mayor estabilidad cambiaria, o, a lo menos, una forma de compensación por los problemas que la situación actual presenta.

El tema de los sistemas cambiarios es el que ha sido más difícil de definir en las discusiones sobre reforma monetaria internacional y las reiteradas declaraciones en favor de "tipos de cambio estables, pero ajustables" reflejan sólo un ideal a largo plazo.

En este campo es probable que la solución a que se llegue sea una que, dentro de márgenes bastante amplios, permita a los países elegir la forma de manejo cambiario que se adecúe mejor a sus intereses, tal vez con algunas salvaguardias para proteger a las naciones de menor importancia económica relativa.

La segunda conclusión que parece desprenderse de la situación actual es la de que el papel de los derechos especiales de giro ha sido debilitado, a lo menos por ahora, y que no cabe esperar a plazo breve una nueva asignación de estos derechos a los países miembros del club. En efecto, la flotación de las monedas principales puede tender a disminuir la demanda de reservas del sector oficial en los países mayo-

res, siendo este sector el único que puede recibir derechos especiales de giro.

Por otra parte, la flotación tiende a incrementar la demanda de divisas por parte del sector privado, para arbitrar en los mercados, con lo que la composición de la demanda total de reservas oficiales y privadas de los países mayores tiende a cambiar en favor de las monedas y en contra de los DEG. Al mismo tiempo, las necesidades de liquidez para los propósitos de intervención en los mercados cambiarios de algunos de estos países se satisfacen mediante acuerdos directos entre ellos. Esto no es así en los países en desarrollo, cuya demanda de reservas se ve incrementada por la flotación; pero la influencia de éstos no es suficientemente fuerte como para obtener nuevas asignaciones de derechos especiales de giro. Lo que los países en desarrollo obtendrán será, seguramente, un aumento de la liquidez condicional, en la forma de mayores posibilidades de girar contra el Fondo Monetario Internacional, de aumento de sus cuotas en el Fondo, y de mejoramiento de algunos mecanismos de éste, especialmente diseñados para satisfacer sus necesidades, como por ejemplo, el financiamiento compensatorio por la caída de los ingresos provenientes de las exportaciones.

La tercera conclusión que se obtiene al observar las condiciones en que se desarrolla la situación financiera internacional es la de que la multiplicidad de sistemas cambiarios ha acentuado la urgencia de buscar unidades de cuentas más estables, y varios países y organismos privados u oficiales, así como internacionales, han escogido los derechos especiales de giro como unidad de cuentas. Ya han sido emitidos bonos en los mercados europeos, expresados en derechos especiales de giro, y algunos bancos han anunciado que ofrecen abrir cuentas expresadas en términos de DEG. Es paradójal que, mientras la importancia de éstos como instrumentos de generación de liquidez oficial parece estar en decadencia, sea un sector privado el que, sin estar-

le permitido recibir y mantener DEG creados por el Fondo, los esté generando por su propia cuenta. Podría producirse, así, con los derechos especiales de giro, un fenómeno similar al de los eurodólares y, tal vez, en lo futuro haya que hablar de los "eurodeg".

La cuarta conclusión que puede derivarse de la situación actual es la de que el problema del precio del oro continuará vigente por un tiempo relativamente prolongado. Si bien el Comité de Gobernadores del Fondo, que estudia la reforma del sistema monetario internacional, llamado también Comité Interino, alcanzó un acuerdo en esta materia el 31 de agosto recién pasado, la reglamentación y materialización de él serán difíciles y demorarán bastante. En pocas palabras, el acuerdo alcanzado consiste en la eliminación de la noción de un precio oficial para el oro, la devolución a los países miembros de un sexto del oro que hubiesen aportado al Fondo, la venta en el mercado de otro sexto de ese oro, devolviendo el producto directamente a los países en desarrollo, cuando se trate de oro aportado por ellos, y formando con las utilidades que genera la venta del resto y con otros aportes voluntarios un fondo fiduciario para ayudar a los países más pobres. La materialización de este acuerdo es difícil, por cuanto la venta de oro, por parte del Fondo, afectará el precio del metal en el mercado, cosa que no es bien recibida por los países con reservas más grandes de oro.

Por último, la forma en que han venido operando la economía mundial en 1974 y 1975 ha posibilitado un ajuste inesperadamente rápido de los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países industrializados, generados por el aumento del precio del petróleo. Tales desequilibrios, reflejados en un déficit de catorce mil millones de dólares, en 1974, se redujeron prácticamente a cero, en 1975. Para los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en cambio, la magnitud de su déficit en cuenta corriente se incrementa entre ambos años desde unos

23 mil millones de dólares a algo menos de cuarenta mil millones de dólares, según las estimaciones disponibles.

Todavía más, el mercado natural para la colocación de los recursos financieros que acumulan los países exportadores de petróleo es el de las naciones más industrializadas, y no el de los países en desarrollo. Si bien se espera que el superávit registrado por los países de la OPEP se reduzca algo, continuará siendo sustancial, a lo menos en 1975, generando así un flujo de capitales hacia los países industrializados. Como la balanza de pagos en cuenta corriente de éstos está equilibrada, resulta claro que, en lo fundamental, la situación significa una salida de recursos de los países en desarrollo por la vía de su déficit en cuenta corriente, un ingreso de recursos, también a través de la cuenta corriente, de los países productores de petróleo, y un ingreso apreciable en la cuenta de capital de los países industrializados. Estas nuevas corrientes de transferencia financiera se superponen sobre las existentes, que incluyen un cierto flujo neto de capital desde los países industrializados hacia los países en desarrollo. Sin embargo, las magnitudes que se registran hasta ahora son tales que es altamente probable que se genere un déficit fuerte en la balanza de pagos global de los países en desarrollo (excluidos los exportadores de petróleo) como contrapartida a un superávit global de los industrializados.

Las consecuencias probables de una situación como ésta incluyen serias dificultades en los pagos externos, aun en los países en desarrollo que han mostrado tradicionalmente un sector externo muy fortalecido.

Estos aspectos están recién comenzando a ser registrados en las estadísticas disponibles y a ser reconocidos en las discusiones y negociaciones internacionales.