

# Revista de la CEPAL

*Director*

RAUL PREBISCH

*Secretario Técnico*

ADOLFO GURRIERI



NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA

SANTIAGO DE CHILE / SEGUNDO SEMESTRE DE 1976

## SUMARIO

<b>América Latina en los escenarios posibles de la distensión</b> <i>José Medina Echavarría</i>	<b>9</b>
<b>La revolución de los banqueros en la economía internacional:</b> <b>Un mundo sin sistema monetario</b> <i>Carlos Massad</i>	<b>89</b>
<b>Industrialización y empleo: Experiencia en Asia y estrategia para América Latina</b> <i>Akio Hosono</i>	<b>115</b>
<b>Estructura productiva y dinámica del desarrollo</b> <i>Gérard Fichet y Norberto González</i>	<b>161</b>
<b>Tipos de concentración del ingreso y estilos políticos en América Latina</b> <i>Jorge Graciarena</i>	<b>203</b>
<b>Algunas publicaciones de CEPAL</b>	<b>239</b>
<b>Notas y comentarios</b>	<b>251</b>
<b>Homenaje: Oscar Varsavsky</b>	<b>259</b>

# La revolución de los banqueros en la economía internacional: un mundo sin sistema monetario<sup>1</sup>

*Carlos Massad\**

El presente artículo contiene una visión esquemática del sistema monetario internacional de la postguerra y sus características principales, y pone de relieve los aspectos que posteriormente generaron dificultades. Muestra el desarrollo de dicho sistema y los acontecimientos que llevaron a la crisis monetaria internacional a comienzos del decenio de 1970. Describe los arreglos cambiarios que surgieron como consecuencia de la crisis; analiza las condiciones bajo las cuales tales arreglos son eficientes, así como la posibilidad de los países en desarrollo de utilizarlos, y sus efectos sobre dichos países y sobre la demanda de liquidez internacional de los sectores público y privado. Con relación a este último aspecto destaca el incremento de las tareas de intervención del sector privado en los mercados cambiarios y la influencia de tal incremento en la generación y transmisión internacional de desequilibrios. Pasa revista luego a los intentos de reformar el sistema monetario y a los acuerdos adoptados para modificar el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional y sus efectos sobre los países en desarrollo.

Finalmente, ofrece algunos comentarios acerca de la influencia de la actual situación económica internacional en el futuro desarrollo del sistema monetario, contrastando los objetivos declarados con las tendencias presentes.

\* Experto Principal en sistemas monetarios y financieros, en la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL.

## Introducción

Los diez últimos años han presenciado cambios rápidos y profundos en el campo de las relaciones financieras internacionales. Estos cambios van desde el intento de regulación del crecimiento de la liquidez internacional en la segunda mitad de la década de los años sesenta hasta la aceptación oficial de la libertad en materia de arreglos cambiarios en la segunda mitad del decenio de los setenta. Una implicación importante de tales cambios es la de alterar la responsabilidad principal en materia de regulación cambiaria.

En efecto, el sistema vigente desde fines de la segunda guerra mundial ponía en manos de la autoridad monetaria la responsabilidad principal en el funcionamiento del sistema; en cambio, en la situación actual el mercado y los organismos del sector privado, en particular los bancos y las empresas transnacionales, desempeñan un papel decisivo, y aceptado, en la conducta de corto plazo de los tipos de cambio y en la acumulación y desacumulación de medios de pago internacionales.

### 1.

## El sistema de Bretton Woods

Los primeros esfuerzos esporádicos por organizar alguna forma de sistema monetario internacional en reemplazo del patrón oro datan del período del desorden monetario de los años treinta. Sin embargo, las primeras proposiciones sistemáticas surgieron sólo en 1942, en las

<sup>1</sup> El tema de este artículo fue presentado en el Seminario Académico de la CEPAL el 4 de mayo de 1976. El autor agradece los comentarios recibidos, particularmente los de Raúl Prebisch y Andrés Bianchi, y reclama para sí la paternidad de los errores que aún porfían en aparecer en letras de imprenta.

esferas gubernamentales del Reino Unido y los Estados Unidos.

Tales proposiciones tenían como objetivo buscar solución a los problemas monetarios que se preveían para después de la segunda guerra mundial. En el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, Harry D. White encabezaba los estudios y proposiciones, mientras que John M. Keynes lo hacía en Inglaterra.

No habían pasado tres años desde las proposiciones originales cuando la Conferencia Internacional Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas y Asociadas, reunida en Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, daba su aprobación al nuevo sistema. Este quedó reflejado en el Convenio Constitutivo del nuevo Fondo Monetario Internacional, aprobado en dicha Conferencia el 22 de julio de 1944, que entró en vigencia el 27 de diciembre de 1945 y que subsistió sin modificaciones durante casi 25 años.<sup>2</sup>

#### a) *Los problemas por resolver*

Mediante este acuerdo internacional se perseguían dos propósitos principales: el ajuste de las balanzas de pagos y la creación y regulación de la liquidez internacional.

En lo que se refiere al primero de ellos, el convenio estableció que un país sólo podía variar la relación de su moneda con el oro, o "paridad", cuando hubiese desequilibrios fundamentales

que no pudiesen ser resueltos por otros medios, y puso el acento en las políticas monetarias y fiscales. Se esperaba que éstas lograrían ajustar las balanzas de pagos sin necesidad, salvo en casos extremos, de modificar la paridad. Para asegurar una paridad estable, los países se comprometieron a mantener sus monedas dentro de límites máximos de variación de 1% por encima o por debajo de la paridad, y a intervenir en el mercado para mantener dichos límites. Así, a través de esta relación con el oro quedaba establecida una relación de las monedas entre sí, o "tipos de cambio".

Al efectuarse la intervención con dólares de los Estados Unidos, este país perdía su libertad para determinar su propio tipo de cambio. En efecto, el tipo de cambio del dólar sólo era el resultado de la determinación, por el resto de los países miembros del sistema, de sus propios tipos de cambio con relación a él. Si los Estados Unidos hubiese intentado establecer un tipo de cambio distinto, se habría creado una situación de incompatibilidad de políticas, por lo que este país debió abstenerse de intervenir en el mercado; en cambio, se comprometía a convertir en oro, al precio oficial de 35 dólares la onza troy de oro fino, los dólares que fuesen presentados para conversión por las autoridades monetarias de los países miembros.

De esta manera, el dólar aparecía como moneda de intervención y de uso corriente en los pagos internacionales; los tipos de cambio de las diversas monedas quedaban establecidos en relación con el dólar, y esta última moneda, a su vez, anclaba el sistema al oro. Se esperaba que el Fondo Monetario Internacional recomendase medidas de ajuste, tanto a los países con déficit como a aquellos con superávit en sus pagos internacionales, y se establecía un sistema de presta-

<sup>2</sup>Un excelente recuento de las diversas proposiciones hechas, de los debates y de las negociaciones que llevaron al acuerdo de Bretton Woods se encuentra en: Y. Keith Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., 1969.

mos de mediano plazo para los países que adoptaban medidas de ajuste, con el fin de cubrir el período necesario para que tales medidas surtiesen efecto.

En cuanto a la creación de liquidez, el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional previó su regulación mediante "cambios uniformes de la paridad", que no son otra cosa que un cambio en el precio del oro, expresado en todas las monedas en la misma proporción. Esto equivale a un cambio del precio del oro en todas las monedas; más monedas por igual cantidad de oro, con lo cual se acrecentaba la liquidez internacional, naturalmente en lo que hace a monedas y no a oro.

Un segundo camino para modificar la liquidez internacional consistía en la posible acumulación de más oro, en las arcas de los bancos centrales. Así, la creación de liquidez internacional quedaba vinculada al acervo total existente, a la producción anual de oro, y al precio de éste en monedas.

#### b) *El sistema en la práctica*

Las condiciones económicas de los países al salir de la segunda guerra mundial hicieron que el dólar se convirtiese en el medio internacional de pago y en la moneda de acumulación más deseada. Por una parte, los países europeos necesitaban reconstruir sus reservas y, por otra, la expansión rápida del comercio mundial después de la guerra generaba una necesidad creciente de ellas. Con miras a acumularlas, los países europeos mantenían superávit persistentes en sus pagos internacionales, lo que era posible gracias a sostenidos déficit de los Estados Unidos financiados con el crecimiento de los pasivos externos estadounidenses de corto plazo.

Lo anterior apunta a uno de los grandes problemas planteados por el esquema concebido en Bretton Woods: la falta de incentivos para efectuar ajustes en los países con superávit persistentes o en los países que financian su déficit con su propia moneda que se acumula en el exterior. Ni unos ni otros necesitan recurrir al financiamiento del FMI y, por tanto, no están sometidos a su disciplina,<sup>3</sup> la que en la práctica termina siendo aplicable básicamente a los países con déficit en sus pagos internacionales y sin moneda de reserva.

De otra parte, las necesidades de liquidez internacional se iban satisfaciendo mediante la acumulación de dólares que hacían los países superavitarios, al costo de transferir recursos reales al país emisor de la moneda de reserva.

El sistema contenía, por tanto, tres asimetrías principales: una asimetría en los estímulos para efectuar el ajuste que hacía recaer el peso de éstos sobre los países deficitarios sin moneda de reserva; una asimetría en la obligación de intervención que eximía de ella a los Estados Unidos a cambio de que este país garantizara la convertibilidad en oro, y una asimetría en la generación de liquidez, cuyo costo debió pagar el resto del mundo al país emisor.

Esta última asimetría justifica una explicación especial. Cuando un país acumula medios de pago sobre el exterior, lo hace dejando de usar dichos medios para obtener recursos reales desde otros países. Por su parte, el país que entrega las divisas que se acumulan, lo hace a cambio de un bien o de un servicio del país receptor de las divisas. Así, un país que financia su déficit con su propia moneda en realidad está cam-

<sup>3</sup> Salvo, en el caso de los primeros, por la posibilidad de que su moneda pueda ser declarada "moneda escasa", sanción jamás empleada.

biando esta última por bienes y servicios del exterior. El país que la acumula está entregando bienes y servicios a cambio, con lo cual se produce una corriente neta de recursos reales desde el país que acumula reservas hacia el que financia un déficit. El país emisor de la moneda recibe un señoreaje de los que la acumulan.

Algunas de las asimetrías mencionadas más arriba estaban mejor resueltas en el plan presentado por Keynes durante las discusiones sobre reforma monetaria en los últimos años de la segunda guerra mundial. Este plan preveía el establecimiento de una cámara de compensación que actuaría como banco central de los bancos centrales y llevaría una contabilidad de las transacciones internacionales, del mismo modo que un banco central la lleva de las transacciones entre bancos comerciales. Proponía cobrar interés tanto por saldos deudores como por saldos acreedores en el sistema, creando así un incentivo para el ajuste, no sólo de los países deudores, sino también de los acreedores. Limitaba a un cierto máximo tanto los saldos deudores como acreedores, y sugería crear por decisión multila-

teral una moneda internacional. el "banco", para proveer la necesaria liquidez internacional. Establecía ciertas condiciones bajo las cuales los países deudores deberían devaluar sus monedas o los países acreedores revaluarlas, y permitía mucho mayor flexibilidad cambiaria que el convenio aprobado en Bretton Woods e inspirado por las ideas de Harry D. White. El plan Keynes proponía también crear una organización para inversiones internacionales a la que contribuirían automáticamente los países con superávit de balanza de pagos; una organización encargada de regular las variaciones cíclicas de los precios de los productos primarios y, finalmente, una organización económica internacional de consultas y discusiones sobre política económica en el mundo.

Ambos planes, el de White y el de Keynes, asignaban gran importancia a la acción de la autoridad en el funcionamiento del sistema monetario internacional. Esto quedaba de manifiesto tanto en el organismo multilateral que se proponía crear como en las políticas cuya aplicación por parte de los gobiernos deberían hacer innecesarias, o a lo más mínimas, las fluctuaciones cambiarias.

## 2.

### El desarrollo y la crisis del sistema monetario internacional

Luego del término de la segunda guerra mundial, las economías de Europa y el Japón comenzaron a recuperarse de los efectos del conflicto mundial, a crecer a tasas mayores que la de los Estados Unidos, y a elevar con rapidez su productividad. Se expandía el comercio internacional y aumentaba la demanda de reservas oficiales. Las tenencias privadas de liquidez internacional no tenían importancia alguna; la rigidez de los tipos de

cambio y la importancia decreciente de las restricciones cambiarias permitían al sector privado obtener de las autoridades monetarias las divisas que necesitaba, a un precio dado. Sin grandes incertidumbres acerca de los tipos de cambio, y con mercados monetarios relativamente limitados, no se producían movimientos internacionales bruscos de capitales de corto plazo.

### a) *El desarrollo del sistema*

Se configuró así una situación en la que los países europeos y Japón registraban superávit permanentes en sus balances de pagos, acumulando las reservas que necesitaban. Por su parte, la balanza de pagos de los Estados Unidos registraba déficit persistentes, financiados con un incremento de sus pasivos externos que correspondía a la acumulación de dólares por parte de los países superavitarios.

Si bien los Estados Unidos no tenía la obligación de intervenir en los mercados para mantener la paridad del dólar, el sistema preveía la convertibilidad en oro por las autoridades monetarias estadounidenses de los saldos de dólares mantenidos por tenedores oficiales, a su presentación. Se suponía que tal convertibilidad inclinaría a los Estados Unidos a aplicar medidas de ajuste de su balanza de pagos ante déficit sostenidos y la acumulación consiguiente de dólares en el exterior. Esos incentivos, sin embargo, no fueron eficaces frente a la vigorosa demanda mundial de dólares para constituir reservas. Ya a comienzos de los años sesenta las tenencias oficiales de dólares en el exterior habían superado las reservas de oro de los Estados Unidos, y a fines de 1970 llegaban a unos 25 000 millones de dólares.<sup>4</sup> En ese mismo año las tenencias de oro del país sólo eran de 13 800 millones de dólares.<sup>5</sup>

Tal como lo había previsto Robert Triffin,<sup>6</sup> a mediados de los años cin-

<sup>4</sup>No incluye tenencias oficiales de eurodólares. Con ellas, la cifra sube a 34 200 millones. Véase FMI, *Informe anual*, 1975, p. 39.

<sup>5</sup>Incluye 2 800 millones de dólares en derechos especiales de giro y posición en el FMI.

<sup>6</sup>Robert Triffin, *Europe and the Money Muddle*, New Haven, Yale University Press, 1957, especialmente las pp. 296 a 299.

cuenta la acumulación masiva de dólares fuera de los Estados Unidos creó riesgo de inconvertibilidad, ya que la autoridad monetaria de este país no hubiese podido convertir la mayor parte de las tenencias oficiales de dólares en el exterior si le hubiese sido presentada con ese fin.

### b) *Los síntomas de la crisis*

La desconfianza cada vez mayor que suscitaba el sistema provocó la aparición de diversos síntomas de crisis. Al ponerse en duda la capacidad (o la voluntad) de los Estados Unidos de convertir en oro los dólares acumulados en el exterior por tenedores oficiales, se creó una situación inestable, en la que los rumores manejaban los movimientos del mercado. Ya en 1960 el precio del oro en los mercados privados se elevó por encima de 40 dólares la onza, lo que llevó a que Alemania, Bélgica, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza, acordaran mancomunadamente sus reservas de oro para mantener el precio en el mercado a no más de 35.20 dólares la onza. En diciembre de 1967, los Estados Unidos perdió casi mil millones de dólares —unas 750 toneladas de oro fino al precio oficial de 35 dólares la onza—, al producirse conversiones de dólares a oro ante el temor de que cambiara la política de dicho país. Las pérdidas continuaron en los primeros meses de 1968, y en marzo los países que habían mancomunado sus reservas declararon que no apoyarían más el precio del oro en el mercado libre, y que el precio oficial se mantendría sólo para transacciones entre bancos centrales.<sup>7</sup>

Las fuertes conversiones de dólares a este metal que se hicieron en 1967, así

<sup>7</sup>Francia abandonó el grupo a fines de 1967.

como la creciente acumulación de dólares en el exterior frente a las limitadas reservas de oro de los Estados Unidos, generaron a mediados del decenio de 1960 la impresión generalizada de que dicho país se vería obligado a aplicar medidas de ajuste de su economía que eliminaran el déficit de su balanza de pagos. Estas medidas provocarían el cierre de la principal fuente generadora de liquidez internacional, con el peligro consiguiente de que se produjese una deficiencia de liquidez y una tendencia generalizada a las restricciones en el comercio exterior. Ante estas perspectivas, los países comenzaron a interesarse en la posible creación de un sustituto del dólar como medio de liquidez internacional, cuyo monto sería determinado por acuerdo internacional sobre la base de alguna estimación razonable de las necesidades mundiales de liquidez.

Así nacieron los derechos especiales de giro, vinculados al oro a la misma paridad que el dólar, de los que se esperaba se convirtiesen en el principal activo internacional de reservas. Los derechos especiales de giro son asientos de contabilidad entre el FMI y los países participantes en el sistema. A cada país se le asigna un cierto monto de estos derechos, del cual puede hacer uso para obtener monedas convertibles. No tienen existencia física y sólo pueden ser mantenidos y utilizados por instituciones que cumplan funciones de banco central. La modificación del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, que creó los derechos especiales de giro (DEG), se aprobó el 31 de mayo de 1968 y entró en vigencia el 28 de julio de 1969. Esta modificación fue la primera que tuvo el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario desde su entrada en vigencia a fines de 1945, casi 25 años antes.

Los vaticinios que llevaron a la creación de los derechos especiales de giro no se cumplieron. No sólo continuaron los déficits de la balanza de pagos de los Estados Unidos sino que además crecieron fuertemente las tenencias de dólares y otras monedas fuera de los países emisores, dando un fuerte impulso al mercado de euromonedas.

Hacia 1958 los países socialistas, y en particular la Unión Soviética, comenzaron a depositar saldos en dólares en banco europeos para evitar una posible acción contra ellos si los depositaban en los Estados Unidos, y estos depósitos dieron lugar a créditos en la misma moneda. Poco antes, Inglaterra había introducido limitaciones al uso de la libra esterlina para propósitos de comercio internacional debido a un fuerte déficit externo. Estos dos hechos dieron origen al mercado de eurodólares, constituido por depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos, tanto de bancos centrales y gobiernos, como de bancos y otras entidades privadas. Por otra parte, a medida que se afianzaba en el comercio internacional la posición de monedas distintas del dólar, aparecieron también depósitos y créditos en dichas monedas fuera de sus países de origen, diversificándose y ampliándose así el mercado de euromonedas. Estos depósitos y créditos no están sometidos a las regulaciones y restricciones de los países emisores de las monedas respectivas y tampoco están, en general, regulados en los países receptores, con lo que el mercado de euromonedas es el mercado monetario más libre y menos regulado del mundo.

El crecimiento de las tenencias privadas de divisas, su diversificación y el volumen creciente de las tenencias oficiales introdujeron mayor inestabilidad en el sistema. Tan pronto aparecían rumores de cambio en la paridad de alguna



moneda se provocaban fuertes movimientos de capitales desestabilizadores. Por su magnitud, los efectos monetarios de tales movimientos en los países cuyas monedas estaban envueltas eran imposibles de compensar, aun mediante medidas no tradicionales como los intereses negativos sobre depósitos de extranjeros. Ni siquiera los controles directos bastaban para detener los movimientos de capitales de corto plazo, ya que éstos podían tomar formas difíciles o imposibles de controlar, como atrasos o adelantos en los pagos de importaciones y de exportaciones. Por vías como la señalada, los movimientos de capitales ocurrían a veces a través de las transacciones corrientes, las que, según el convenio de Bretton Woods, no podían o más bien no debían ser reguladas a través de controles directos.

### c) Crisis y confusión

A medida que continuaba la acumulación de dólares en esferas oficiales y privadas fuera de los Estados Unidos, se generaban a la vez desconfianza en la convertibilidad del dólar en oro y movimientos de capitales fuertemente desequilibradores. Así las cosas, el 15 de agosto de 1971 el Gobierno de los Estados Unidos suspendió oficialmente la convertibilidad del dólar en oro, con lo cual rompió la base misma del sistema monetario creado en Bretton Woods. Esta fecha marca la crisis definitiva de dicho sistema.

Tras esta medida adoptada por los Estados Unidos hubo gran confusión en los mercados y repetidos intentos por encontrar un nuevo conjunto de paridades que pudiese ser sostenible. A fines de 1971, reunidos en el Instituto Smithsonian de Washington, D.C., las más altas autoridades financieras de 11 países in-

dustriales<sup>8</sup> acordaron variar los tipos de cambio de sus monedas, devaluando relativamente algunas, principalmente el dólar, y revaluando otras, como el yen japonés y el marco alemán. De hecho, la devaluación del dólar representaba un aumento del precio oficial del oro desde 35 a 38 dólares por onza. Al mismo tiempo, y con el fin de intentar amortiguar los movimientos de capitales de corto plazo, se decidió ampliar el margen permitido de fluctuación de las monedas a cada lado de la paridad desde 1% a 2.25%. Al ratificar estos acuerdos<sup>9</sup> el FMI creó un nuevo concepto, el de "tasas centrales de cambio". Estas últimas, a diferencia de las "paridades", no suponen necesariamente una relación con el oro, sino más bien con otra moneda o con los derechos especiales de giro.

La ampliación de los márgenes permitidos de fluctuación alrededor de la paridad o de las tasas centrales tenía por objeto establecer un instrumento que amortiguara, mediante el funcionamiento de las fuerzas del mercado, los movimientos de capitales de corto plazo que se habían registrado en el pasado reciente. Se esperaba que, al aumentar de 2% a 4.5% la amplitud de la banda dentro de la cual podían fluctuar las diversas monedas, sin que se hiciese necesaria la intervención oficial para mantener los tipos de cambio, se debilitaría considerablemente el incentivo para los movimientos de capitales de corto plazo.

Sin embargo, la nueva banda tampoco fue suficiente para lograr su propósito y,

<sup>8</sup> Alemania occidental, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

<sup>9</sup> Los acuerdos del Instituto Smithsonian son los primeros en que se convienen cambios generalizados en las tasas cambiarias.

apenas transcurridos seis meses del acuerdo smithsoniano, éste se había quebrado por la fuerza de los hechos, generándose una variedad muy grande de sistemas cambiarios en los diferentes países del mundo. Por razones que se analizarán

más adelante, la gran mayoría de los países en desarrollo no tuvo más alternativa que vincular sus monedas a la de alguno de los países industriales con el cual su comercio y sus transacciones de capital fuesen importantes.

### 3.

## La "serpiente", el "túnel" y la flotación

La flotación independiente de las principales monedas desalienta en algún grado la integración económica, ya que modifica el grado de protección convenido de antemano en cada una de las economías que se integran respecto del resto. Tales modificaciones tienden a crear fricciones entre los países y a debilitar acuerdos que reflejan a menudo un delicado equilibrio de intereses.

Conscientes de esta situación y con el objeto de continuar avanzando en sus propósitos de integración económica, un grupo de países europeos, fundamentalmente los de la Comunidad Económica Europea, se propusieron buscar los medios de limitar las fluctuaciones relativas entre sus monedas y convinieron en establecer un sistema en virtud del cual se comprometían a no permitir que los tipos de cambio se apartaran entre sí en más de 2.250/o en relación con las paridades o tasas centrales convenidas. De este modo, el conjunto de estas monedas debía moverse más o menos al unísono dentro de márgenes máximos de fluctuación equivalentes a la mitad del margen total de 4.500/o permitido en el acuerdo smithsoniano. Así nació la "serpiente", constituida por el conjunto de monedas europeas que fluctuaban menos que el resto. Al margen máximo de fluctuación de 4.500/o se lo llamó el "túnel", con lo que resultó un sistema monetario para los países mayores consistente en una "serpiente dentro del túnel".

En la práctica, el margen máximo de 4.500/o de fluctuación pronto perdió vigencia, mientras que algunos de los miembros de la "serpiente" se retiraban y volvían a ingresar a ella según las circunstancias.<sup>10</sup>

Algunos países como Canadá, los Estados Unidos, Italia, Japón y el Reino Unido, decidieron dejar que sus monedas flotasen independientemente. Esto no significó que sus autoridades dejaran de intervenir en el mercado, sino que dejaron de ceñirse para ello a una regla fija o conocida de antemano. Otros países establecieron su tipo de cambio en relación con un conjunto de monedas o con los derechos especiales de giro, interviniendo en el mercado para mantener dicha relación, mientras que otros, finalmente, ligaron sus monedas a la de algún otro país. Entre estos últimos está la mayor parte de los países en desarrollo.

<sup>10</sup> Alemania occidental, Bélgica, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos son los miembros originales del Grupo, cuyo acuerdo se anunció el 12 de marzo de 1972. El 16 de marzo adhirió Suecia; el 24 de abril lo hizo Italia; el 1º de mayo el Reino Unido, Irlanda y Dinamarca. Estos últimos países se retiraron del acuerdo el 23 de junio de 1972, pero Dinamarca volvió a ingresar el 10 de octubre. Italia dejó el grupo en febrero de 1973. Francia lo abandonó temporalmente en enero de 1974, para unírsele nuevamente en el último trimestre de 1975 y abandonarlo otra vez a fines del primer trimestre de 1976.

En esta forma, el sistema de paridades establecido en Bretton Woods y que había operado durante 25 años, fue reemplazado por una variedad de sistemas que reflejaba la diversidad de intereses y situación económica de los países. Para algunos, la flotación cambiaria ha signifi-

cado una solución relativamente eficiente, bastando alteraciones relativamente pequeñas en las tasas cambiarias para provocar movimientos equilibradores. Para otros, en cambio, la flotación puede representar un alto costo económico y social.

#### 4.

### Flotación o no flotación

Si alteraciones pequeñas en el tipo de cambio lograsen provocar movimientos equilibradores importantes en el balance de pagos, a los países les convendría dejar flotar su moneda; así, con modificaciones cambiarias leves se facilitaría el equilibrio en los pagos internacionales. En cambio, si para lograr un determinado movimiento equilibrador en los pagos se requiriesen fuertes fluctuaciones cambiarias, entonces probablemente los países no estarían dispuestos a dejar flotar libremente, o aun con cierto grado de intervención, sus monedas. Al mismo tiempo, la existencia de mercados cambiarios, particularmente para transacciones a futuro, permite a exportadores e importadores cubrirse del riesgo de modificación cambiaria, mientras que la no existencia de tales mercados, o su tamaño muy limitado, no facilitan tal cobertura. De este modo, un país en el que coincidan la existencia de mercados monetarios desarrollados con una elasticidad relativamente elevada de respuestas de la balanza de pagos a los movimientos cambiarios, preferirá el sistema de flotación a otros sistemas posibles. En cambio, la falta de tales mercados, unida a poca elasticidad de ajuste ante movimientos cambiarios, desalentará fuertemente tal flotación.

La respuesta de la balanza de pagos ante movimientos cambiarios dependerá tanto de las elasticidades-precio de la

demanda de importaciones y de la oferta de exportaciones, como de la magnitud probable de los cambios en las condiciones que un país enfrenta. Esta magnitud probable influirá en los movimientos de capitales.

La elasticidad-precio de la demanda de importaciones será mayor mientras menor sea la proporción de los productos importados en el total y mientras más diversificadas sean tanto las importaciones como la producción nacional. Así, por ejemplo, un país que importa una pequeña proporción del abastecimiento interno total en determinados productos, encontrará que su elasticidad de demanda de importaciones es más alta mientras menor sea, a cada precio, la proporción de la demanda total que se importe.

Por otra parte, un país de producción diversificada que exporte en general excedentes de su producción interna relativamente pequeños en relación con la producción total, encontrará que pequeños movimientos cambiarios alteran la relación de precios entre productos exportados y consumidos internamente; tal alteración será suficiente para que los cambios en la demanda que ellos generan absorban una parte apreciable de los productos exportables o aumenten considerablemente el saldo disponible para exportación.

Si concurren estas circunstancias, entonces pequeñas variaciones en la tasa

cambiaría producirán movimientos importantes hacia el ajuste en el balance de pagos corriente y, por tanto, la probabilidad de que ocurran alteraciones muy fuertes en el tipo de cambio será pequeña. Además, si es poco probable que las condiciones externas o internas que enfrenta un país cambien muy sustancialmente, este conjunto de circunstancias hará que las alteraciones esperadas en el tipo de cambio sean de magnitud reducida. Esto tiene influencia sobre los movimientos de capitales, ya que bastarían movimientos limitados en las tasas de interés internas con relación a las externas para compensar las posibles ganancias por operaciones especulativas vinculadas a alteraciones cambiarias.<sup>11</sup>

Estas condiciones se dan en general en los Estados Unidos más que en cualquiera de los países de la Comunidad Económica Europea, tomados aisladamente. Sin embargo, los esfuerzos de integración en Europa, unidos a la flotación conjunta de sus monedas, hacen que la comparación pertinente no sea con cada país, sino con el conjunto de ellos. Así mirados, los países de la Comunidad Económica Europea presentan condiciones muy similares a las de los Estados Unidos, con lo cual el sistema de flotación aparece conveniente para ambos.

En cambio, para la generalidad de los países en desarrollo la situación es preci-

samente la opuesta. La elasticidad-precio de la demanda de importaciones es comúnmente más baja, ya que los productos importados normalmente representan una proporción elevada del consumo total de tales productos o, simplemente, no se producen dentro del país. Por su parte, las exportaciones de estos países están muy concentradas en unos pocos bienes, de los cuales se vende al exterior casi la producción total. De esta manera, tanto por el lado de las exportaciones como por el de las importaciones, el cambio de los precios relativos entre productos transados con el exterior y productos utilizados dentro del país, debe ser grande para provocar un ajuste de magnitud determinada. Así, la probabilidad de fluctuaciones fuertes de los tipos de cambio es mayor, siendo más difícil compensar mediante variaciones en las tasas de interés, los incentivos para los movimientos de capitales.

Por otra parte, los países en desarrollo no cuentan con mercados cambiarios importantes y en la mayor parte de ellos no existen mercados a futuro para sus monedas, con lo cual no es posible para exportadores e importadores cubrirse en el mercado interno de los riesgos cambiarios.

Aún más, para la mayor parte de los países en desarrollo, los ingresos por impuestos a las actividades de exportación y de importación forman una parte apreciable de los ingresos fiscales, de modo que las alteraciones en los tipos de cambio se transmiten también al resto de la economía a través de sus consecuencias en el financiamiento fiscal.

En suma, mientras la flotación cambiaria es una alternativa apropiada para los Estados Unidos y para Europa, ella es en cambio la posibilidad menos atractiva, o más costosa, para la generalidad de los países en desarrollo. Estas son las razones por las cuales los países en desarrollo

<sup>11</sup> Supóngase, por ejemplo, que se espera una devaluación de 3% en el año en la moneda de un país. Bastará que las tasas de interés internas suban 3% en relación con las externas para eliminar el incentivo a la salida de capitales. En cambio, si la devaluación esperada es de 15%, las tasas de interés internas deberán subir al menos 15% con relación a las externas para lograr el mismo propósito. Los movimientos necesarios de las tasas de interés serían aún mayores si la devaluación se esperara para un cierto momento en el tiempo, en vez de ocurrir a lo largo de un período.

no hayan apoyado con entusiasmo alguno la ruptura del convenio de Bretton Woods y que en general hayan vinculado

sus monedas a la de algún país industrial con el que tengan lazos comerciales y financieros de importancia.

## 5.

### El efecto de la flotación en los países en desarrollo

Como se ha visto, los países en desarrollo se ven en general impedidos a vincular sus monedas a la de algún país industrial con el cual comercian. Si estas últimas fluctúan en su relación recíproca, se producirán alteraciones en el tipo de cambio efectivo del país en desarrollo en la misma dirección en que se mueva la moneda principal. Cabe esperar que los movimientos de esta última sean equilibradores para el país que la emite, pero no lo serán necesariamente desde el punto de vista del país en desarrollo.

En realidad, las variaciones cambiarias requeridas para lograr una influencia equilibradora en el balance de pagos de un país en desarrollo serán en general diversas de las que harían posible un equilibrio en los pagos internacionales del país industrial a cuya moneda ha vinculado la propia. Este sesgo desequilibrador no desaparece aun cuando la moneda del país en desarrollo se vincule a un conjunto de monedas de países industriales, ya que para cada importador y exportador lo que interesa es el tipo de cambio en la moneda en que se hará una operación, y no un promedio. Eliminar este problema implica ajustes relativamente frecuentes en la tasa cambiaria del país en desarrollo con la moneda prin-

cipal. Si bien tales cambios se hacen en algunos países,<sup>12</sup> ellos son posibles en un medio inflacionario en el cual se aprovecha la oportunidad de movimientos cambiarios hechos indispensables por la inflación para mover también en la dirección deseada el tipo de cambio real. En países en los que la tasa de inflación ha sido pequeña por un período largo, y que tienen una tradición de estabilidad cambiaria, los ajustes frecuentes son a menudo políticamente imposibles e incluso económicamente peligrosos por las expectativas que pueden generar.

La flotación, por tanto, introduce un elemento adicional de riesgo en las operaciones de comercio exterior de los países en desarrollo y tiende, en consecuencia, a reducir el volumen de recursos que se destina a la producción de bienes transables internacionalmente, ya que la incertidumbre es un costo adicional de las transacciones internacionales en comparación con las transacciones en el mercado interno.

Algunos países han tratado de enfrentar estos problemas cambiando la moneda a la cual vinculan la propia. Estos cambios, sin embargo, no pueden hacerse con demasiada frecuencia, ya que ello aumentaría los riesgos de las operaciones internacionales en vez de reducirlos.

## 6.

### El papel de las tenencias privadas de divisas en la generación y transmisión de desequilibrios internacionales

Si bien no hay pruebas claras de ello, podría esperarse que la flotación de las monedas principales disminuyera la de-

manda de reservas para propósitos de

<sup>12</sup> Brasil, Chile y Colombia, por ejemplo.

intervención por parte de las autoridades, comparada con la demanda existente bajo un sistema de paridades fijas. En este último sistema, el sector privado puede minimizar sus saldos mantenidos en monedas extranjeras, ya que en cualquier momento le es posible obtenerlas de la autoridad monetaria. Sobre esta última recae la responsabilidad total en materia de intervención en los mercados, particularmente cuando la fluctuación permitida alrededor del tipo de cambio establecido es pequeña. En cambio, en un sistema de flotación cambiaria, la tarea de intervenir recae total o parcialmente en el sector privado. La responsabilidad de este sector es total cuando la flotación es completamente limpia, es decir, cuando el sector oficial no interviene nunca en el mercado; en cambio, ella es parcial cuando la autoridad pretende regular de alguna manera, mediante su propia intervención, las fluctuaciones cambiarias.

En todo caso, ya sea con abstención de las autoridades o con intervención parcial de éstas, la flotación crea un estímulo para la intervención privada en los mercados cambiarios con miras a reducir o distribuir en el tiempo, las variaciones de los tipos de cambio.

Con el fin de intervenir en los mercados, dada la incertidumbre acerca de los tipos de cambio, el sector privado, debe acumular las divisas en las cuales interviene. Naturalmente, mientras mayor sea esta acumulación, mayor será el efecto que la acción privada podrá tener en los mercados cambiarios, ya que al disponer de recursos propios, dicho sector será menos vulnerable a las medidas de control o regulación que pueda adoptar la autoridad.

Por tanto, como consecuencia de la flotación, puede esperarse una reducción de la demanda oficial de reservas y en cambio un aumento de la demanda privada.

Por otro lado, mientras mayor sea la diversidad de monedas con importancia en el comercio internacional —en la medida en que sus tipos de cambio varíen— más deberán diversificarse las tenencias de reservas, tanto oficiales como privadas. Tal diversificación, por su parte, puede tender a hacer más volátiles los tipos de cambio, al crearse oportunidades de movimientos especulativos entre las diversas monedas aceptadas en los pagos internacionales. Esto es particularmente cierto cuando parte importante de la acumulación de monedas de reserva se concentra en el sector privado, ya que debería esperarse que el sector oficial fuese menos sensible a la posibilidad de ganancias especulativas.

Para el sector privado se genera un problema de composición de activos que puede tratarse mediante los modelos conocidos de tal composición. Si se sigue la lógica de estos modelos, se concluye que cuando el sector privado acumula divisas extranjeras, lo hace des- acumulando otras formas de activo, incluida la moneda nacional. De este modo, la acumulación privada de divisas puede generar presiones similares a las que se producirían si la acumulación la hiciera el sector oficial. Mientras en este último caso habría una emisión por compra de divisas, en el primero habría una reducción de la demanda de otros activos, incluido dinero, que correspondería al aumento de la demanda de divisas.

Supóngase, por ejemplo, que partiendo de una situación de equilibrio se produce un déficit en la balanza de pagos de los Estados Unidos medida en términos de liquidez, mientras que se mantiene el equilibrio en la balanza medida en términos de transacciones oficiales.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Esto significa que no cambia la situación de activos y pasivos externos *oficiales* netos de los Estados Unidos, pero que aumentan los pasivos netos frente a acreedores privados.

Este último se mantendrá mientras no haya intervención oficial, pero la falta de intervención no garantiza equilibrio en el balance de pagos en términos de liquidez.

En el ejemplo descrito, se estarían acumulando en el exterior saldos adicionales de dólares en manos del sector privado, generándose así una presión inflacionaria hacia el exterior. A través de este mecanismo, el desequilibrio en la balanza de pagos de los Estados Unidos se transmitiría al resto del mundo, aun cuando los tipos de cambio fuesen flotantes.

Naturalmente, el proceso de transmisión funciona también a través de los tipos de cambio. Una devaluación producirá un aumento del costo de los productos importados y presionará también hacia arriba los precios internos de los

exportados, provocando un incremento del promedio de los precios internos; en cambio, debido a que los precios no se mueven hacia abajo con la misma facilidad que hacia arriba, una revaluación no provoca una reducción similar de ellos. Se observa así que el sistema de flotación cambiaria contiene un sesgo inflacionario aun cuando, en un período largo, el tipo de cambio medio permanezca constante.

Hay quienes afirman que este sesgo se incrementa por el hecho de que tras movimientos del tipo de cambio la flotación cambiaria oculta los efectos desequilibradores de políticas internas, con lo cual reduce los incentivos para aplicar políticas antinflacionarias.

En suma, hay diversas vías por las cuales un desequilibrio puede transmitirse internacionalmente, aun con tipos de cambio totalmente flotantes.

## 7.

### La reforma del sistema

El quiebre del sistema monetario internacional en 1971 generó de inmediato un mayor interés por las discusiones acerca de su reforma. Si bien algunos economistas habían planteado con mucha anterioridad la necesidad de introducir cambios en el sistema, tales planteamientos se habían materializado sólo en la creación de los derechos especiales de giro. El resto de las características del sistema se habían mantenido incólumes hasta su derrumbe total.

Los mecanismos institucionales existentes no facilitaban el estudio de una reforma monetaria en el que participaran no sólo los países industriales más importantes sino también el resto de los miembros del FMI, incluidos los países en desarrollo. La Junta de Gobernadores del Fondo, su autoridad máxima, no era un mecanismo adecuado para el estudio y discusión de problema tan complejo, ya

que era difícil tanto reunir con relativa frecuencia a más de 120 gobernadores como organizar una discusión fructífera en una asamblea de esa magnitud. En vista de ello, el Directorio Ejecutivo del FMI propuso a la Junta de Gobernadores la creación de un comité de 20 gobernadores que representarían a diversos países o áreas geográficas del mundo; con un secretariado ejecutivo pequeño y a través de reuniones frecuentes de nivel técnico, tendría a su cargo el estudio de la reforma monetaria. Este comité, que se estableció con el nombre de Comité de los 20, trabajó en 1972 y 1973 preparando las bases de lo que sería la reforma monetaria.

El Comité de los 20 intentó concebir las características básicas de un sistema monetario del futuro que resolviese de manera adecuada tanto los problemas de ajuste de balanza de pagos como los de

creación de liquidez. El Comité convino en la necesidad de asegurar una mayor simetría en las obligaciones de ajuste de países deficitarios y superavitarios, así como en la conveniencia de controlar mejor la creación de liquidez. Hubo consenso en que los derechos especiales de giro deberían ser el centro del sistema monetario en reemplazo del oro y en que era conveniente establecer un sistema de paridades estables, pero ajustables.

El Comité de los 20 fue reemplazado posteriormente por el llamado Comité Interino,<sup>14</sup> que constituyó el anticipo de otro que se crearía en calidad de órgano permanente del FMI mediante una modificación de sus estatutos. Este Comité

Interino ratificó las características básicas del sistema convenidas en el Comité de los 20, aunque varió el enfoque de su trabajo. Se dedicó esencialmente a determinar las modificaciones que deberían introducirse de inmediato en el convenio constitutivo del Fondo con el fin de establecer alguna base jurídica para el funcionamiento del sistema monetario internacional. Y en la Quinta Reunión del Comité Interino de la Junta de Gobernadores del FMI sobre el sistema monetario internacional, realizada en Jamaica en enero de 1976, éste dio su respaldo final a un conjunto de nuevas disposiciones que modificaron sustancialmente el Convenio Constitutivo del Fondo.<sup>15</sup>

## 8.

### Los países en desarrollo, las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI y los acuerdos de la Reunión de Jamaica<sup>16</sup>

Las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI aprobadas en la reunión de Jamaica se refieren a cinco aspectos básicos del sistema monetario: la función del oro, el sistema cambiario, los derechos especiales de giro, las operaciones y transacciones del Fondo y su estructura institucional.

#### a) *El oro en el sistema monetario reformado*

Las nuevas disposiciones significan la abolición del precio oficial del oro así como del conjunto de normas destinadas a poner en vigor tal precio oficial, incluyendo la eliminación de las limitaciones de los bancos centrales o autoridades

monetarias para operar libremente en el mercado del oro. Sin un precio oficial, este metal deja de ser el centro del sistema monetario, ya que se elimina toda vinculación predeterminada entre las monedas y el oro. Este pasa así a desempeñar, dentro del sistema monetario, el mismo papel que cualquier otro producto no perecible, con la única diferencia de que este metal tiene una aceptación muy generalizada.

<sup>14</sup> El Comité de los 20 presentó su informe final, y un esquema de reforma, el 14 de junio de 1974. Fue reemplazado el 2 de octubre de ese año por el nuevo Comité Interino de la Junta de Gobernadores sobre el sistema monetario internacional.

<sup>15</sup> La Junta de Gobernadores ratificó en abril de 1976 lo aprobado por el Comité Interino en la reunión de Jamaica. Sin embargo, para que las modificaciones al Convenio Constitutivo puedan entrar en vigor se requiere, en la generalidad de los países miembros, ratificación legislativa.

<sup>16</sup> Un examen similar del tema que trata esta sección, hecho por el mismo autor, apareció anteriormente en *Temas del nuevo orden económico internacional*, serie Cuadernos de la CEPAL, N° 12, Santiago de Chile, 1976.



En general, se autoriza al Fondo para vender oro a un precio vinculado al precio de mercado, a cambio de monedas, con ciertas limitaciones y después de consultar al país cuya moneda se adquiere a cambio de oro. También se lo autoriza para vender oro a los países que sean miembros al 31 de agosto de 1975, en proporción a sus cuotas en esa fecha, a cambio de sus propias monedas y al precio oficial.

Cada vez que el Fondo venda oro a precio de mercado deberá ingresar a su Cuenta General la parte correspondiente al precio oficial, y el excedente lo ingresará a una Cuenta de Desembolso Especial, tanto para operaciones normales como para financiar operaciones especiales no consideradas en el Convenio Constitutivo; entre ellas se encuentra la distribución directa a los países en desarrollo en proporción a sus cuotas. Cuando se trata de operaciones especiales, éstas deberán ser aprobadas por la Junta de Gobernadores con una mayoría de 850/o de los votos emisibles.

Al eliminarse el precio oficial del oro, el sistema de paridades basadas en éste desaparece no sólo *de facto* sino *de jure*, con lo cual surge la necesidad de un nuevo sistema cambiario.

#### b) *El sistema cambiario*

Las modificaciones al sistema cambiario apuntan a que cada país pueda usar el que sea de su preferencia: flotación, ajustes graduales y frecuentes, flotación conjunta con otras monedas, tipo de cambio fijo respecto de la moneda de intervención o de los derechos especiales de giro o de un conjunto de varias monedas, u otros que puedan adoptar los bancos centrales. Se especifica sí que cualquiera que sea el sistema que se aplique, el Fondo ejercerá supervigilancia general

sobre el funcionamiento de los sistemas en uso, para asegurar la colaboración de sus miembros en la solución de los problemas que puedan presentarse.

En otros términos, el nuevo estatuto del Fondo no establece un sistema cambiario sino más bien sanciona la situación existente<sup>17</sup>, aunque autoriza al Fondo para reestablecer un sistema de paridades, cuya base se traza sólo en líneas generales. En efecto, el proyecto señala que con una mayoría de 850/o de los votos emisibles, el Fondo puede determinar que las condiciones económicas internacionales permiten la introducción de un sistema cambiario generalizado basado en paridades "estables pero ajustables", las que podrán establecerse en términos de derechos especiales de giro o de otro común denominador que no sea el oro ni las monedas. Se establece además que los tipos de cambio máximo y mínimo para transacciones al contado entre la moneda de un país y las de otros que mantengan el sistema de paridades no podrán diferir más de 40/o, margen que podrá variar el Fondo con el 850/o de los votos. Al estar estas paridades expresadas sobre una base distinta de las monedas, el margen se aplica en la misma forma a todas ellas.<sup>18</sup>

Para poder restablecer el sistema de paridades, además de la mayoría del 850/o exigida, el Fondo deberá hacer un juicio acerca de la situación de la economía mundial, particularmente en lo que se refiere a la generación de liquidez y al proceso de ajuste. En cuanto a la primera se esperaba que hubiera un buen control

<sup>17</sup> Se propone cambiar el título del Artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario, "Paridades de las monedas", por "Obligaciones en relación con los arreglos cambiarios".

<sup>18</sup> Si las paridades se expresaran en términos de una moneda, el margen posible de variación de ésta sería la mitad del margen de variación de las otras.

del crecimiento de la liquidez internacional. En cuanto al segundo, se esperaría que estuvieran en vigor mecanismos que hicieran que tanto los países con superávit como aquellos con déficit en sus pagos externos actuaran "pronta, efectiva y simétricamente" para lograr el ajuste. Por lo demás, el Fondo deberá basar su juicio en la estabilidad de la economía mundial, tomando en cuenta movimientos de precios y tasas de crecimiento de las economías de los países miembros.

c) *Los derechos especiales de giro*

Las modificaciones relacionadas con las características y uso de los derechos especiales de giro tienen como propósito que éstos se constituyan en el principal activo de reserva del sistema monetario internacional. Se termina la vinculación entre los derechos especiales de giro y el oro y se autoriza al Fondo para determinar la forma de valorarlos y aun para introducir cambios substanciales en los sistemas de valorización. Se mantienen en términos generales las disposiciones que limitan el uso de los derechos especiales de giro a situaciones en que haya necesidad de usarlos y no simplemente deseo de cambiar la composición de las reservas. Se conserva el principio de "designación" en virtud del cual el Fondo puede designar a un país para que provea monedas a cambio de derechos especiales de giro, siempre que la posición de reservas de dicho país sea suficientemente fuerte. Además, se reduce la mayoría necesaria para modificar o eliminar la obligación de reconstitución.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Las actuales disposiciones señalan que los participantes deben mantener, al término de cada trimestre calendario, un promedio diario de derechos especiales de giro para los últimos cinco años que no sea inferior al 30% del promedio diario de asignaciones netas acumuladas que se le hayan hecho en el mismo período.

Se eliminan las limitaciones a la tasa de interés que se paga a los derechos especiales de giro y se elimina el oro como medio de pago para obtener derechos especiales de giro con el propósito de pagar los cargos que se apliquen. Los países participantes en la cuenta de derechos especiales de giro se comprometen a colaborar para lograr que éstos se conviertan en el activo principal del sistema monetario internacional. Además, se establece que los países podrán entregar al Fondo moneda de otros países miembros a cambio de derechos especiales de giro, siempre que los países emisores de la moneda en cuestión estén de acuerdo con la operación.

d) *Las operaciones del Fondo y su estructura institucional.*

Las nuevas disposiciones prevén también una modernización de las operaciones y transacciones del Fondo y una ampliación de sus categorías, y facilitan el uso de recursos del Fondo para financiar contribuciones destinadas a existencias reguladoras internacionales de productos primarios; asimismo, se espera que el FMI utilice sus tenencias de todas las monedas en sus operaciones, y no sólo las de algunas de ellas, como ocurre en la actualidad: el concepto de "moneda convertible de hecho" es reemplazado por el de "moneda usable libremente".

En cuanto a la estructura institucional del organismo, los nuevos estatutos autorizan a la Junta de Gobernadores del Fondo a establecer, como nuevo organismo de éste, un Consejo de Gobernadores que serviría como foro de análisis y

---

Si el promedio es inferior al mínimo, surge la obligación de "reconstitución", es decir, de adquirir derechos especiales de giro para cumplir con la obligación.

discusión de carácter político, más ágil y eficiente que la propia Junta. El Consejo tendría tantos miembros como el Directorio Ejecutivo del Fondo, y estos miembros serían elegidos por los mismos países o grupos de países que eligen directores ejecutivos.

#### e) Otras decisiones del Comité Interino

Además de aprobar las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI, la reunión del Comité Interino en Jamaica ratificó la decisión de vender un sexto de las tenencias de oro del Fondo (unos 25 millones de onzas) mediante subasta pública en un período de cuatro años, y destinar a los países en desarrollo toda la utilidad producida, tanto mediante la entrega directa a ellos de la proporción de las utilidades correspondientes a sus cuotas, como mediante la formación de un fondo especial de ayuda a los países en desarrollo que se hallen en condiciones difíciles. En este último caso, se tomará en cuenta el ingreso per cápita del país miembro en cuestión.<sup>20</sup>

Se ratificó también la decisión de entregar a cada país miembro, a cambio de su moneda, la proporción que corresponda a su cuota de un total de 25 millones de onzas adicionales, valoradas al precio oficial de 0.888671 gramos de oro fino por derecho especial de giro.

En la reunión de Jamaica, el Comité Interino dio su respaldo a los acuerdos alcanzados en el Directorio del Fondo con respecto a un incremento global de 32.5% en las cuotas de los países

miembros.<sup>21</sup> Este aumento se distribuiría de tal manera, que se duplicaría la proporción de los países productores de petróleo (de 5% a 10% del total); se mantendría la proporción de los otros países en desarrollo y se reduciría la de los países industriales. Al mismo tiempo, el Comité decidió apoyar la propuesta de aumentar en 45% cada uno de los tramos de crédito del Fondo, como medida transitoria mientras entra en vigencia el incremento de las cuotas.

Además, el Comité acogió con beneplácito la decisión del Directorio del Fondo de modificar el mecanismo de financiamiento compensatorio por caídas transitorias de los ingresos procedentes de las exportaciones. Tales modificaciones liberalizan el sistema y permiten tomar mejor en cuenta los acontecimientos más recientes, incluidos los aumentos de precios que se registran en el comercio internacional.

#### f) Efectos en los países en desarrollo

De este conjunto de decisiones sobresalen, por su efecto sobre los países en desarrollo en general y sobre los latinoamericanos en particular, aquellas relacionadas con la abolición del precio oficial del oro, el uso de todas las monedas en las operaciones y transacciones, la aceptación de la existencia de múltiples sistemas cambiarios, los cambios introducidos en el servicio de financiamiento compensatorio, el aumento temporal de

<sup>20</sup> Esto significa que se preferirá especialmente a los países con ingreso per cápita inferior a DEG 300 (unos 360 dólares), excluyéndose así a la mayor parte de América Latina.

<sup>21</sup> El aumento de cuotas ha sido ya aprobado por votación de los Gobernadores, pero no entrará en vigencia mientras no se cumplan los requisitos legales en cada país y mientras no se aprueben las reformas al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario. Todo el proceso puede demorar aún más de un año.

los tramos de crédito del Fondo y la creación de un Fondo Fiduciario.<sup>22</sup>

Ante todo, la abolición del precio oficial del oro —mientras se mantenga su aceptación generalizada— significa en la práctica un aumento de este precio. Si bien los precios del mercado ya influían en las decisiones de los Bancos Centrales, la libertad para transar oro a precios del mercado legitima la consideración del oro a precios más altos que el oficial de DEG 1 por 0.888671 gramos de oro fino, equivalente a unos 42 dólares la onza. En realidad, el Fondo ya había convenido al menos con un país miembro que éste podría valorar el oro de sus reservas, para propósitos internos, a un precio más alto que el oficial.

Un mayor precio para el oro significa un incremento de la liquidez expresada en términos de moneda, distribuido en proporción a las tenencias de oro. Pero dado que existe incertidumbre acerca del precio de mercado es probable que la medición de la liquidez creada deba hacerse descontando cierto factor debido a tal incertidumbre.

Si se supone una diferencia de precio de 60 dólares por onza entre el precio oficial y el de mercado, la legitimación de este último para operaciones oficiales al aprobarse las modificaciones al Convenio Constitutivo propuestas afectará la conducta de los tenedores oficiales de oro. Si, dada la incertidumbre acerca del precio de mercado, se reduce a 50 dólares la utilidad que afecta la conducta de los tenedores oficiales de oro, el incremento de liquidez resultante sería de unos 50 000 millones de dólares. De este total, no más de 2 600 millones corres-

ponderían a los países en desarrollo no exportadores de petróleo.<sup>23</sup>

Por otra parte, las disposiciones relacionadas con el uso por el Fondo de todas las monedas para sus operaciones, significan que también se usarán las monedas de los países en desarrollo, las que en general no son consideradas monedas de reservas y que, por tanto, serán convertidas a tales monedas. De este modo, las reservas de los países en desarrollo quedarían comprometidas en alguna medida, difícil de especificar.<sup>24</sup>

Los nuevos acuerdos probablemente tendrían también otros efectos de más largo plazo, pero tal vez más importantes, en los países en desarrollo. La confirmación de la flotación como sistema podría obligar a diversificar la tenencia de monedas en las reservas de los países, reduciendo en vez de acrecentar la importancia de los derechos especiales de giro. Para los países en desarrollo, cuyas monedas en general no serán acumuladas por otros países, esta tenencia puede significar un costo en términos de recursos entregados a cambio de las monedas de otros países que se acumulan. Este costo también es difícil de apreciar por anticipado, y su medición tendrá que esperar el desarrollo de los acontecimientos.

<sup>23</sup> Estimaciones sobre la base de un total de tenencias de oro por los países miembros del FMI de mil millones de onzas, de los cuales 50% corresponde a tenencias de los países en desarrollo no exportadores de petróleo. Se supone que el precio del oro que afecta la conducta de los tenedores de ese metal es inferior al precio de mercado, ya que este último está sujeto a fluctuaciones de cierta consideración.

<sup>24</sup> Si un país, en un giro contra el Fondo, obtiene monedas de uso escaso en el comercio internacional, se dirigirá al país emisor de dicha moneda para obtener, a cambio de ella, monedas de reserva.

<sup>22</sup> El Fondo Fiduciario se constituirá con parte de las utilidades provenientes de la venta del oro del Fondo y se destinará a ayudar en condiciones muy concesionales a los países miembros más pobres.

Por su parte, como se ha indicado en páginas anteriores, la flotación en sí misma impone un costo adicional a la mayor parte de los países en desarrollo que, debido a falta de mercados cambiarios para transacciones en sus monedas, o al tamaño pequeño de tales mercados, se ve en la necesidad de vincular sus monedas a la de algún país o grupo de países con el que comercian. Naturalmente, si la flotación logra minimizar las fluctuaciones en el comercio internacional de los países desarrollados se tendrá por esta vía un efecto positivo sobre los países en desarrollo; sin embargo, lo que se ha observado hasta ahora no parece apuntar en tal dirección.

Los cambios introducidos en el servicio de financiamiento compensatorio permiten que los países en desarrollo hagan uso más fácil de él,<sup>25</sup> y las estimaciones realizadas en el FMI parecen indicar que, por esta vía, los países en desarrollo podrán contar con alrededor de mil millones de dólares en 1976.<sup>26</sup> Suponiendo incrementos netos de mil millones de dólares por año hasta enterar 5.000 millones adicionales, el valor actual de este mayor acceso al crédito, a una tasa de 70% anual, sería de menos de 4 400 millones de dólares.

El aumento temporal de los tramos de crédito del Fondo en un 450% representa también mayores recursos a disposición de todos los países miembros; por esta vía los países en desarrollo podrían obtener en 1976 unos 500 millones de

dólares.<sup>27</sup> Si se acepta que estos países contarían con incrementos netos de 500 millones de dólares por año hasta enterar 2 000 millones, el valor presente de tales recursos, también al 7% por año, sería de unos 1 800 millones de dólares.

Por último, el Fondo Fiduciario podría significar un aporte adicional a los países en desarrollo más pobres de 400 a 500 millones de dólares.

La liberalización del servicio de financiamiento compensatorio y el aumento temporal de los tramos de crédito significarían entonces unos 5 200 millones de dólares para los países en desarrollo no exportadores de petróleo, medidos en términos de su valor presente. El precio libre del oro y el Fondo Fiduciario se traducirían por su parte en unos 3 000 millones de dólares más.

Pero al mismo tiempo, el término del Servicio Financiero del Petróleo implicaría la pérdida del derecho a girar recursos por unos 2 800 millones de dólares, cifra que corresponde al valor actual de los giros de los países en desarrollo efectuados o aprobados en 1974, 1975 y 1976.<sup>28</sup>

Los países en desarrollo se ven afectados además por las mayores necesidades de ajuste de sus economías frente a las fluctuaciones de las monedas principales, y por la necesidad de acumular monedas adicionales en sus reservas. Por el contrario, para los países desarrollados la flotación parece resolver algunos problemas

<sup>25</sup>No es posible aún medir concretamente la mayor facilidad de uso del servicio de financiamiento compensatorio, ya que dependerá no sólo de las nuevas reglas de operación sino también de las políticas específicas que el Fondo ponga en práctica.

<sup>26</sup>Declaración del Director Gerente del FMI en conferencia de prensa, del 8 de enero de 1976, *Boletín del FMI*, 26 de enero de 1976, pp. 24 y 25.

<sup>27</sup>Declaración del Director Gerente del FMI en conferencia de prensa, del 8 de enero de 1976, *Boletín del FMI*, 26 de enero de 1976, pp. 24 y 25.

<sup>28</sup>El Servicio Financiero del Petróleo fue establecido por el Fondo en 1974, con el fin de contribuir a evitar medidas restrictivas al comercio internacional que pudieran originarse en los países importadores de petróleo debido a la fuerte alza del precio de este combustible.

de movimientos de capitales difíciles de manejar por otras vías, al tiempo que la acumulación de monedas por ellos se compensa al acumular cada uno las monedas de los demás; en términos netos, la acumulación de monedas por parte de los países en desarrollo significa una absorción por ellos de monedas emitidas por los países desarrollados.

Por otra parte, los países desarrollados y los exportadores de petróleo recibirán un incremento de su liquidez, medida en términos de moneda, de unos 48 000 millones de dólares, y tendrán también la posibilidad de usar los tramos ampliados de crédito en el Fondo, lo que puede significar un valor presente de unos 5 600 millones de dólares más, lo que hace un total de unos 53 600 millones de dólares. Además, estos países dejarán de

contribuir al financiamiento del Servicio Financiero del Petróleo, que significaba para ellos otorgar un financiamiento (descontados los giros hechos por países desarrollados) cuyo valor presente es de unos 2 800 millones de dólares, haciendo un total de unos 56 400 millones de dólares.

Como se desprende del cuadro, los efectos cuantificables de los acuerdos de Jamaica y de las otras medidas adoptadas por el Fondo representan recursos por casi 64 000 millones de dólares, de los cuales sólo 100/o corresponde a los países en desarrollo no exportadores de petróleo, aunque éstos aportan 220/o de las cuotas al Fondo, y generan al menos 150/o del producto nacional total de los miembros del Fondo.

**EFFECTOS MENSURABLES DE LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO  
Y OTROS ACUERDOS DEL FONDO SOBRE PAISES EN DESARROLLO  
Y OTROS MIEMBROS DEL FMI**  
(Miles de millones de dólares)

	<i>Países en desarrollo no exportadores de petróleo</i>	<i>Otros miembros</i>
Financiamiento compensatorio	4 387 <sup>a</sup>	—
Tramos de crédito	1 812 <sup>b</sup>	5 616 <sup>c</sup>
Oro <sup>d</sup>	3 000	48 000
Petróleo <sup>e</sup>	— 2 757	+ 2 757
<b>TOTAL</b>	<b>6 442</b>	<b>56 373</b>

<sup>a</sup>Calculado bajo el supuesto de que sólo los países en desarrollo no exportadores de petróleo hacen uso de este servicio. El cálculo supone, además, que habrá un incremento neto de giros de 1 000 millones de dólares por año durante cinco años, y que de ahí en adelante no habrá nuevos incrementos netos. Para determinar el valor presente se usó una tasa de actualización de 70/o anual.

<sup>b</sup>Calculado bajo el supuesto de que habrá un incremento neto en los giros de los países en desarrollo de 500 millones de dólares por año, hasta alcanzar 2 000 millones de dólares.

<sup>c</sup>Calculado bajo el supuesto de que habrá un incremento neto en los giros de los otros países miembros de 2 000 millones de dólares por año, hasta alcanzar 6 000 millones de dólares.

<sup>d</sup>Calculado bajo el supuesto de una ganancia de 50 dólares por onza en el oro mantenido como reserva.

<sup>e</sup>Actualización al 70/o anual de los datos efectivos.

## 9.

## Las consecuencias de la situación presente sobre el sistema futuro

Los objetivos que debería lograr un nuevo sistema monetario internacional y que han sido ratificados en diversas reuniones internacionales de nivel ministerial son los de reducir el papel del oro en el sistema, hacer de los derechos especiales de giro el elemento central, lograr un control adecuado de la expansión de la liquidez y asegurar simetría en los incentivos de ajuste para países deficitarios y superavitarios. Se ha señalado también como objetivo el lograr un sistema de paridades estables, pero ajustables; más estables que los tipos de cambio presentes, pero también más ajustables que las antiguas paridades. La estrategia elegida para alcanzar estos objetivos es una de evolución gradual, para asegurarse así de que cada paso adicional se dé sólo cuando las circunstancias económicas generales lo hagan posible.

Sin embargo, hoy la situación del sistema apunta, como se verá, en direcciones distintas a las señaladas. En la actualidad un grupo de países industriales se ha puesto de acuerdo para flotar sus monedas en conjunto; las de otros países industriales flotan independientemente, mientras la gran mayoría de los países en desarrollo vincula sus monedas a alguna de los países industriales.

La flotación conjunta de un grupo de monedas requiere de intervención oficial para mantener cada una de ellas dentro de los límites aceptados por el conjunto. Esta intervención exige el uso constante de las diversas monedas que componen el conjunto, y un financiamiento que generalmente se obtiene mediante alguna forma de apoyo crediticio mutuo entre los bancos centrales. Si bien la necesidad de

financiamiento sería muy pequeña o nula a largo plazo si el sistema fuese estable, dicha estabilidad no está garantizada, a la vez que existe en el corto plazo una necesidad de recursos financieros para intervenir. Naturalmente, la intervención se hace mediante el uso de monedas y no de otros activos internacionales.

Por otra parte, el conjunto de monedas que flotan unidas se mueve, respecto de aquéllas que flotan independientemente, en dirección generalmente equilibradora para el conjunto de los países envueltos, aunque no necesariamente para cada país individual. Si esta flotación fuese libre o limpia, las autoridades no necesitarían intervenir en el mercado. Desde este punto de vista, mientras las autoridades necesitan disponer de recursos para intervenir con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de los límites convenidos por el conjunto de países cuyas monedas flotan al unísono, no se requiere de ellos para intervenir respecto de monedas fuera del grupo. Sin embargo, en tal caso surgirán, como se ha dicho, incentivos para que el sector privado intervenga en los mercados de las monedas que están flotando, para lo cual este sector tendrá que acumular monedas con las cuales intervenir.

Por su parte, los países en desarrollo, al verse en general forzados a vincular sus monedas a alguna de los países industriales, tienen que aceptar intervención ilimitada de sus bancos centrales con el fin de mantener la tasa cambiaria fijada con la moneda a la cual se vinculan. Ya que dicha vinculación puede producir efectos desestabilizadores, también puede au-

mentar la necesidad de reservas oficiales para intervenir. Consideraciones de incertidumbre seguramente llevarán a los bancos centrales de los países en desarrollo, así como a otros tenedores de monedas extranjeras, a diversificar sus tenencias.

Esta situación tiene diversos efectos en la demanda de reservas. Como se ha dicho, las autoridades monetarias de los países cuyas monedas flotan juntas, cubren las necesidades de financiamiento de la intervención destinada a mantener los tipos de cambio entre ellos mediante un sistema de créditos recíprocos, de manera que la demanda neta de reservas adicionales del grupo para este efecto será cercana a cero. Por otra parte, la flotación respecto de las otras monedas principales tenderá a disminuir su demanda de reservas y a cambiar la composición de ellas en favor de una mayor acumulación de monedas de los países fuera del grupo que sean aceptadas como medio internacional de pago. En el sector privado, por su parte, se generará también una mayor demanda de monedas con las cuales cumplir su intervención ampliada en los mercados monetarios.

Es difícil medir el efecto relativo de estas influencias dado el limitado número de observaciones de que se dispone y el hecho de que la flotación no ha sido verdaderamente libre. Sin embargo, es posible extraer algunas conclusiones tentativas en relación con las transferencias de recursos reales implícitas en la acumulación de reservas. Los incentivos inherentes al sistema parecen apuntar a reducir en algo la demanda oficial de reservas en los países cuyas monedas están flotando y en cambio incrementar, tal vez considerablemente, la demanda privada. En todo caso, los países cuyas monedas se usan en las transacciones internacionales observarán que el aumento de tenencias de monedas de los demás se

compensa, al menos en parte, por el aumento de las tenencias de su propia moneda en los otros países.

En el caso de los países cuyas monedas flotan juntas, es posible esperar que, si el sistema es estable, compras y ventas de cada moneda en particular tiendan a compensarse en el largo plazo. Por tanto, para los países cuyas monedas se usan en el comercio internacional, cualquier acumulación adicional de reservas se hará sin transferencias de recursos reales o con muy pequeña transferencia. Esto contrasta con la situación anterior a 1970, en que el conjunto de los países europeos acumulaba la moneda dólar sin que los Estados Unidos debiese acumular monedas europeas. Como resultado de estas influencias, habrá un incremento relativo de la demanda de monedas respecto de otros activos de reserva y en particular con respecto a los derechos especiales de giro.

En los países en desarrollo, la demanda de reservas oficiales tenderá a incrementarse debido a las necesidades adicionales de ajuste creadas por la vinculación de su moneda a otra que flote. Esta acumulación se hace sin compensación, ya que otros países no acumularán las monedas de los países en desarrollo.<sup>29</sup> Por tanto, estos países acumularán reservas al costo de transferir recursos reales a los países cuya moneda acumulen. Así se establece un vínculo entre la generación de liquidez y la transferencia de recursos reales, pero es un vínculo que funciona en la dirección opuesta de la deseable: se transfieren recursos desde los países en desarrollo hacia aquellos cuya moneda se acumula.

Este análisis permite concluir que el sistema monetario internacional no contribuye a fortalecer el papel de los dere-

<sup>29</sup> Con la excepción de aquellas de los países exportadores de petróleo.



chos especiales de giro. Las necesidades de reservas para intervención pública o privada se concentran esencialmente en las monedas principales. Si hay algún aumento en la demanda de reservas, será un aumento en la demanda de monedas y no de derechos especiales de giro. Si bien en los países industriales puede reducirse la demanda de reservas del sector oficial, sin duda se incrementará la del sector privado, el que requiere monedas para su acción y no puede, por la naturaleza y las características del instrumento, usar derechos especiales de giro. De modo que en estos países el efecto principal probablemente sea el de un cambio en la composición de las reservas totales, públicas y privadas, en favor de las monedas y en desmedro de los derechos especiales de giro.

En los países en desarrollo no ocurre necesariamente lo mismo, ya que las mayores necesidades de ajuste creadas por la flotación de las monedas a las cuales vinculan la propia generará una mayor demanda de reservas oficiales. Esta mayor demanda de reservas podría reflejarse también en un aumento de la demanda de derechos especiales de giro, aumento que por su poca gravitación no incrementaría la importancia de éstos en el sistema monetario internacional. Así, el papel de los derechos especiales de giro en el sistema podría reducirse en vez de incrementarse, aun cuando se los mantuviese como unidad de cuenta útil.

Conviene destacar que la función de los derechos especiales de giro como unidad de cuenta, por importante que sea, no da a éstos un papel central en el sistema. En efecto, la misma unidad de cuenta podría construirse con un conjunto de monedas, sin referencia alguna a los derechos especiales de giro.

Mientras mayor sea la importancia de las monedas como instrumento de reserva, y la proporción de las tenencias

privadas en el total, más difícil será lograr una adecuada regulación del crecimiento de las reservas internacionales. Por una parte, la acumulación de monedas dependerá de la política económica de cada país, y no de una decisión colectiva racional; por otra, la acción del sector privado puede contribuir a crear o destruir medios de pago internacionales mediante la operación de los sistemas bancarios, con lo que se introduce en el cuadro un elemento adicional extremadamente difícil de manejar.

En el mercado de euromonedas opera un multiplicador bancario, similar al que existe en cualquier sistema bancario nacional con reservas fraccionarias.<sup>30</sup> En los sistemas bancarios nacionales, las decisiones del sector privado —bancos, empresas e individuos— en cuanto a las reservas que se mantienen para afrontar posibles retiros de depósitos, así como en cuanto a la composición preferida de las tenencias monetarias, determinan la capacidad del sistema bancario para crear más o menos dinero. En el mercado de euromonedas operan los mismos elementos, con la diferencia de que no existen, en general, encajes legales mínimos que tiendan a poner un límite relativamente bajo al multiplicador bancario. En todo caso, las decisiones privadas pueden reducir o incrementar el volumen total de depósitos de euromonedas, así como llevar a cambios en su composición. Si las tenencias privadas crecen lo suficiente será la acción del sector privado la que predominará en materia de intervención, y no hay garantía alguna de que ella se hará teniendo en vista las necesidades de ajuste internacional.

Al mismo tiempo, el sector privado

<sup>30</sup> Véase una explicación detallada del proceso de "creación" de dinero en el mercado de eurodólares, en M. Friedman, "The eurodollar market: some first principles" *The Morgan Guaranty Survey*, octubre de 1969.

puede ahora evadir mejor que nunca la política monetaria y crediticia de los bancos centrales nacionales por el simple expediente de operar en bancos fuera de las fronteras nacionales. La verdadera revolución ocurrida en materia de financiamiento internacional privado hace que sea mucho más difícil para las autoridades monetarias de los países el control de la situación monetaria y crediticia interna. El sector privado está ahora en el centro de los mecanismos monetarios internacionales.

En suma, los países de mayor importancia en el comercio internacional se sienten, en general, relativamente cómodos con la flotación de las monedas, su demanda de derechos especiales de giro tiende a disminuir y la influencia del

sector privado a aumentar, resolviendo así las necesidades de la flotación.

Para los países en desarrollo, en cambio, la flotación es costosa y con el fin de obtener recursos de liquidez adicional, deben transferir recursos reales en cambio. Como este último grupo de países no es suficientemente importante en términos cuantitativos en las transacciones internacionales y su poder de decisión en el plano internacional es bastante limitado, no es probable que predomine su interés sobre el de los países industriales, por lo que es difícil esperar que se cumplan los objetivos señalados para la reforma monetaria. Al mismo tiempo, la influencia de las decisiones privadas en materia cambiaria y crediticia ha llegado a ser decisiva.

## 10. Conclusiones

Como se desprende del análisis realizado en páginas anteriores, la situación de corto plazo tiende a reducir la importancia de los derechos especiales de giro, acentuar el papel de la flotación de las monedas e incrementar la importancia de algunas de ellas en el comercio internacional. A la vez, disminuye la autoridad del organismo encargado de supervigilar todo el sistema y se amplía el papel de las decisiones y la acción privada en el proceso de ajuste.

En este último aspecto, los bancos y los banqueros privados que actúan en el campo financiero internacional tienen responsabilidades cada vez mayores. Sus expectativas del futuro tienden a validarse a sí mismas, provocando devaluaciones o revaluaciones si esperan una devaluación o revaluación. Así, ellos han pasado a desempeñar un papel protagónico en las fluctuaciones cambiarias y en el proceso internacional de ajuste. El sector

privado es más sensible que el oficial ante variaciones de las tasas de interés relativas o en los tipos de cambio esperados, de manera que el volumen extraordinario que han alcanzado las tenencias privadas de monedas extranjeras introduce un peligroso elemento de inestabilidad. Además, los cambios en la composición deseada de los activos y pasivos del sector privado pueden provocar efectos importantes en la demanda interna global.

Por todo esto, la situación existente no es estable. Podría llevar a repetidas crisis e inducir, como consecuencia, modificaciones deseables en el sistema. Pero tal efecto sólo se lograría, no mediante una evolución tranquila, sino mediante la insatisfacción creciente que generan las crisis.

Como ilustración, el caso de la "serpiente" es especialmente interesante. Dadas las condiciones en que se desenvuelve

la economía mundial, para que la "serpiente" pudiera subsistir se requerirían frecuentes ajustes en las paridades o tasas centrales de los países que la integran, o sucesivos retiros y reingresos al grupo, es decir, frecuentes crisis en el mecanismo.

Al parecer, sólo repetidas crisis en el campo financiero internacional podrían llevar finalmente a alcanzar los objetivos que se consideran deseables. Las más altas autoridades de los países miembros del FMI han convenido en que es necesario contar con tipos de cambio estables pero ajustables, disminuir la importancia de las monedas y aumentar la de los derechos especiales de giro en los pagos internacionales. Sin embargo, la situación actual conduce precisamente en la dirección opuesta.

Ni siquiera puede alcanzarse el objetivo de regular la expansión de la liquidez

internacional en las condiciones presentes. La creciente influencia de las transacciones privadas en los mercados monetarios internacionales<sup>31</sup> hace prácticamente imposible el adecuado control de la liquidez internacional, el que es necesario para garantizar un desarrollo sostenido en el comercio internacional sin presiones inflacionarias o depresivas. Tal control requiere una mayor influencia del sector oficial y de los organismos internacionales, incluyendo una regulación apropiada de los mercados de euro-monedas. Sin embargo, también en este aspecto la tendencia ha ido en la dirección opuesta.

En suma, o los verdaderos objetivos que se buscan en el campo financiero internacional no son los que han sido aceptados internacionalmente, o los procedimientos adoptados para lograrlos no son los más apropiados.

<sup>31</sup> En 1964, las tenencias privadas de liquidez internacional, de unos 24 000 millones de dólares, eran un tercio de las reservas oficiales totales. Ya en 1973, con unos 125 000 millones de dólares, representaban más de los dos tercios, y excedían por mucho las reservas oficiales

de los países en cuyas monedas se mantienen dichas tenencias. Véase, por ejemplo, FMI, *Annual Report*, 1974, p. 44, que presenta estimaciones de las tenencias privadas de liquidez internacional.