

# DESCRIPCION ESQUEMATICA DE LA CONTROVERSA MONETARIA

## **La naturaleza del juego**

El hombre, en su afán de cuantificar, tiende a dar valores a todo aquello que lo rodea. La expresión más corriente de dicha valorización es la pecuniaria, al extremo que se usa de común denominador y medio de reducción para valorizaciones originalmente efectuadas con arreglo a otras consideraciones.

Es así que la totalidad de bienes y servicios de una comunidad y del mundo entero reciben una valoración expresada en términos cuantitativos y pecuniarios, aunque desgraciadamente son múltiples las unidades de valor tomadas, tantas o más que el número de países existentes.

El intercambio de bienes y servicios denominados en unidades de valor diversas origina la necesidad de vincular dichos valores y a su vez reducirlos a unidades más generales.

A fin de contrarrestar todo posible efecto aleatorio se busca que las unidades más generales sean también las más estables. El oro, los DEG y el dólar han sido las unidades de valor en uso.

El valor de cada una de estas tres unidades estuvo a su vez expresado en las otras dos, hasta que, el 15 de agosto, el dólar cortó el vínculo.

Roto el circuito, el mundo busca la forma de reorganizar el juego.

## **Los hechos**

El sistema de Bretton Woods se organizó definiendo el valor de las monedas en términos del dólar y el valor de éste en términos de oro. Los países cumplían sus obligaciones externas, esto es, la llamada convertibilidad, entregando dólares, circulante de plena aceptación porque su valor en oro estaba definido por acuerdo. Es más, el propio país emisor del dólar mu-

chas veces cancelaba sus saldos externos en su propia moneda.

Lo anterior devino en que, hasta antes de la creación de los DEG, los medios de pago que el creciente comercio internacional requería dependiesen de la emisión de dólares. También contribuían, aunque en menor medida, los incrementos en el oro monetario.

El fenómeno precedente originó en la práctica una dualidad en la forma en que los países cancelaban sus obligaciones externas. De una parte el emisor que lo hacía en forma unilateral por simple emisión de dólares, y de la otra el resto de los países que se veían obligados a acudir al crédito multilateral o bilateral, sujetando sus políticas a las condiciones impuestas por los acreedores.

Los inconvenientes se van materializando a medida que los tenedores exigen la conversión del dólar a oro. Para enfrentar el problema inicialmente el emisor limita su obligación de convertibilidad a las transacciones oficiales (año 1968; nacimiento de los dos mercados del oro) y posteriormente revoca en forma unilateral toda obligación de convertibilidad (agosto 1971).

¿Cuál fué el efecto real de 25 años operando en la forma descrita?

En el transcurso de los años un casi permanente déficit en la balanza de capitales, en especial debido a movimientos de capital a largo plazo, se va traduciendo en una creciente posesión de recursos reales externos por el emisor. El egreso de capitales que originó la posición acreedora e inversora pudo, por muchos años, ser contrarrestado por la producción de bienes y servicios que el emisor entregaba a cambio de sus obligaciones, en otras palabras, el déficit de la balanza de capitales era absorbido por el superávit de la balanza comercial.

Se agrava la situación con el paulatino deterioro de la balanza comercial hasta que, en el primer trimestre de 1971, ocurre el primer déficit de la balanza comercial Norte Americana en el presente siglo. El 15 de agosto de 1971 E.E.U.U. se libera de su compromiso de convertir los dólares en oro.

Este último acto, la inconvertibilidad del dólar, no es sino el reflejo en lo monetario de una realidad política económica distinta a la imperante en el 45.

La alta competitibilidad comercial Japonesa y Alemana, el posible término de la presencia Norte Americana en Viet Nam, la aparente apertura del mercado Chino continental, la eventual disminución de la posición acreedora externa norte americana, la paulatina menor tensión entre los países de la NATO y los del Pacto de Varsovia y/o la menor dependencia europea en la fuerza militar estadounidense en Europa, la presencia de un mercado de euro monedas, etc. son factores, entre otros, que pugnan por remodelar la estructura del comercio exterior y del sistema monetario.

## **El Realineamiento**

Ocurrida la ausencia de valor por parte de una de las unidades de cuenta del sistema, el dólar, las otras dos, el oro y los DEG, sólo guardan relaciones de valor entre sí. Es más, algunas de las otras monedas nacionales mantienen relaciones fijas frente al dólar, otras frente a otras monedas fuertes y muchas de las más importantes también fluctúan.

La situación determina la necesidad de realinear las diferentes unidades de valor, unas en relación a las otras, esto es, volver a definir el valor del dólar, el oro, los DEG y consecuentemente de las demás monedas.

El fenómeno real y razón de ser del realineamiento es la mejora de la balanza de pagos Norte Americana, por lo cual de la magnitud esperada en dicha mejora dependerá, si bien no la forma, el importe relativo del realineamiento.

Tanto la magnitud como la forma son temas controvertidos.

En cuanto a la magnitud de la mejora existen tres posiciones claramente definidas: la de E.E.U.U., la de los otros países del Grupo de los Diez y la del Fondo. En un extremo está E.E.U.U. que desea una mejora sustancial sobre todo en la balanza comercial. En el otro están quienes estiman que devendría en

una recesión intolerable para los demás países la mejora deseada por E.E.U.U. y, además, que ella se debería efectuar reduciendo la posición acreedora e inversionista Norte Americana, esto es, centrada básicamente en la balanza de capitales.

Muchos países subdesarrollados son contrarios a esta última tendencia, porque consideran que la reducción de los egresos de capital significaría menor ayuda externa Norte Americana; entendida ayuda como los préstamos blandos otorgados directamente o vía inversiones sector privado (Eximbank). Por otra parte, algunos países europeos entienden que a la larga la ayuda la estarían proporcionando ellos al contribuir a la mejora de la balanza de pagos Norte Americana, lo que les impediría posteriormente cumplir con su compromiso ante las Naciones Unidas de otorgar el 1% de su Producto Nacional Bruto en forma de ayuda.

Otro tema controvertido constituye el egreso de capitales que origina la presencia de tropas Nort Americanas en Europa y Japón. Sobre este punto hay posiciones discrepantes en el propio E.E.U.U. Así, el Congreso es partidario del retiro masivo de tropas estacionadas en el exterior, mientras que el Departamento de Estado parecería tener una posición menos radical al considerar que la mejora producida no compensaría los efectos negativos de otro orden.

La forma de la mejora da nacimiento a dos posiciones diametralmente opuestas: aquellos que quieren lograrla mediante la revaluación de ciertas monedas simultáneamente con la devaluación del dólar frente al oro, y los E.E.U.U. que quiere lograrla sólo en base a revaluación de otras monedas.

Aunque el importe de la futura relación existente entre el dólar y las demás principales monedas del mundo industrial puede lograrse por igual magnitud mediante uno u otro sistema, el efecto en las reservas y deudas externas, en la liquidez del sistema monetario y en los precios mundiales de bienes y servicios no tienen porqué ser necesariamente el mismo según se opte por uno u otro sistema.

El efecto del realineamiento en el poder adquisitivo de las reservas internacionales en poder de cada país es más o menos claro. En la medida en que se tenga oro u otros activos denominados en oro la revaluación del metal precioso es conveniente. Inversamente, cuanto mayor sea el volumen de dólares en calidad de reservas menor el deseo de que ocurra una revaluación del oro. Se manifiesta que los paí-

ses industriales, que con excepción de Japón mantienen reservas en oro, posiciones acreedoras en el Fondo y/o DEG (estos dos últimos activos tienen valor oro), prefieren naturalmente que el realineamiento opere por revaluación del oro. Es más, países productores de oro como Rusia y Sud Africa verían notablemente fortalecida su posición.

Para América Latina, donde predominan las reservas en dólares, el realineamiento por revaluación de otras monedas distintas al dólar sería la forma más conveniente para evitar pérdidas mayores en el poder adquisitivo de sus reservas.

El efecto del realineamiento en las deudas externas varía según las mismas estén denominadas predominantemente en oro, dólares u otras monedas fuertes. Para los deudores de obligaciones denominadas en oro la alternativa más inconveniente es la que implique mayor revaluación de oro. Inversamente, para los deudores de obligaciones denominadas en dólares u otras monedas fuertes el realineamiento por revaluación del oro es conveniente, ya que sus obligaciones en dólares sería por un valor menor y sus obligaciones en otras monedas no aumentarían tanto al haber una revaluación menor.

Se estima que en Latino América la deuda externa está predominantemente definida en dólares, pero que en otras áreas del mundo Sub-Desarrollado, Asia y Africa, prevalece la cláusula oro.

El tercer efecto importante del realineamiento es en la liquidez del sistema monetario internacional.

Se sostiene que si hubiere revaluación del oro los países poseedores de reservas en metal precioso (básicamente los industriales) verían incrementada su liquidez y, por tanto, no tendrían la necesidad de apoyar significativas asignaciones de DEG. Otros, contrariamente, manifiestan que estando el valor de los DEG dado en términos de oro la no revaluación del oro implicaría una pérdida del poder adquisitivo de los DEG, ya que estos últimos mantendrían exactamente su valor nominal en un sistema en que muchas de las principales monedas habrían sido revaluadas, además que el realineamiento sólo por revaluaciones reduciría el valor de las cuotas y liquidez del Fondo.

Sin duda el efecto más importante del realineamiento es el que ocasione en los precios mundiales y las subsecuentes consecuencias en el nivel de empleo.

Cabe suponer que un realineamiento sólo por revaluación de ciertas monedas originaría un alza en los productos de exportación de los países revaluadores que conllevaría en gran medida recesión y desempleo en los mismos; depresión cuyos alcances podrían inclusive tener implicancias mundiales.

En cuanto a los países que no están directamente involucrados en el realineamiento, esto es, los no industriales, el efecto en los precios de sus productos de exportación es notablemente incierto. Para algunos el realineamiento sin modificación en el precio del oro y sólo revaluación de ciertas monedas resultaría beneficioso, dado que las exportaciones del mundo sub-desarrollado al mundo industrial serían más baratas y las importaciones en sentido inverso más caras, lo que favorecería el comercio exterior de los primeros. Otros optan por una posición diametralmente opuesta. Sostienen que el mundo sub-desarrollado debe cuidar que sus exportaciones tengan un precio tal que no implique pérdida de poder adquisitivo. Para que ello ocurra el dólar debe devaluarse en relación al oro, esto es, aceptar franca y abiertamente su pérdida de poder adquisitivo, y el importe pagado por las exportaciones desde los países sub-desarrollados debe aumentar en cantidad de dólares.

Un tercer grupo opta por una posición ecléctica, omite indicar qué forma de realineamiento podría ser beneficiosa o menos perjudicial para las exportaciones del mundo sub-desarrollado y señala que en el período posterior al realineamiento los precios mundiales, sea por negociación o por las leyes del mercado, buscarán nuevos niveles.

Hay, también, quienes vislumbran una época de recesión mundial, cuya primera imagen será la baja en los precios para después desencadenarse en un verdadero problema de empleo.

La sobre-tasa arancelaria y los incentivos y deducciones a las nuevas inversiones, cuando sean hechas en equipo nacional, son dos disposiciones de las autoridades Norte Americanas que afectan las exportaciones hacia E.E.U.U. Por otra parte, las franquicias tributarias eventualmente contribuirán a detener o disminuir las inversiones Norte Americanas externas.

### **Los Movimientos de Capital, la Flexibilidad y los Controles**

Del 45 a la fecha el mundo también ha sufrido notable cambio en cuanto a la forma de riqueza. Hoy ha dejado de estar representada por bienes raíces. Se

trata, más bien, de activos altamente líquidos y muy sensibles a las variantes condiciones de los mercados, al extremo que cabe ocurran grandes transferencias de capital en lapsos mínimos de tiempo, ante las expectativas de utilidad por modificación en las tasas de intereses, de cambio, etc. El ejemplo más claro es el mercado de euro monedas, donde un efecto multiplicador similar al que ocurre en los sistemas bancarios nacionales origina un aumento de la liquidez sumamente peligroso, al no tener acceso los bancos comerciales operantes al redescuento en la moneda debida. Más aún, se trata de un mercado no sujeto a la jurisdicción de autoridad monetaria alguna.

Los flujos cuantiosos de capital pueden originar efectos deflacionarios o inflacionarios. La deflación originada por salidas significativas de capital es un fenómeno al cual no son ajenos los países sub-desarrollados. Sin embargo, no se puede decir lo mismo del fenómeno contrario, esto es, la inflación producida por ingentes entradas de capital, privilegio exclusivo hasta el momento de economías altamente industrializadas.

El sistema de Bretton Woods se constituyó sobre la base del concepto de paridades, es decir, tipos de cambio fijos y estables, sólo sujetos a modificación para corregir desequilibrios fundamentales. Como complemento a lo anterior se estableció márgenes máximos de fluctuación alrededor de dichas paridades. El control a los movimientos de capital, fundamentalmente a las salidas, quedó encomendado a las tradicionales legislaciones administrativo-cambiarías, a condición de que se limite única y exclusivamente a transferencias de capital, muchos de los países industriales encontraron que los controles tradicionales no eran suficientemente efectivos para hacerles frente y optaron por los mecanismos flotatorios, esto es, fluctuaciones temporales o cuasi permanentes de sus monedas por encima, e inclusive sin límite alguno, de los máximos legales tolerados por el convenio del Fondo.

Hoy se busca legalizar los mecanismos flotatorios como herramienta monetaria para hacer frente a los movimientos especulativos de capital. Sin embargo, las continuas mini devaluaciones, a la manera del Brasil, no han sido consideradas como una alternativa de flexibilidad.

Para los países sub-desarrollados, y para Latinoamérica en concreto, se trata de un mecanismo ajeno a sus prácticas. El hecho de que el mundo sub-de-

sarrollado no haya tenido todavía el privilegio de ser receptor de cuantiosos ingresos especulativos de capital explica en parte la ausencia de dichas prácticas. Para enfrentar los egresos de capital las legislaciones administrativo cambiarias y los reajustes más frecuentes de paridades han sido las herramientas en uso.

La eventual legalización de los mecanismos flotatorios obligaría a que los países industriales se pongan de acuerdo básicamente en dos puntos controvertidos: el carácter temporal o permanente y el uso indiscriminado o sujeto a la discrecionalidad del Fondo.

Hay quienes estiman que las flotaciones sólo deben operar durante el período transitorio del realineamiento, como un mecanismo conveniente para que las fuerzas del mercado definan el nivel y valor de las monedas principales. Concluido este período el sistema monetario debería continuar operando bajo la aceptación más ortodoxa del concepto de paridades.

Para otros los mecanismos flotatorios deberían ser incorporados definitivamente en la futura legislación que norme el sistema monetario. Se presentan dos variantes a esta segunda alternativa: márgenes ligeramente más amplios a los actuales a ambos lados de la paridad de cada moneda y/o utilización de flotaciones con carácter temporal o transitorio.

Por definición la primera variante implicaría su uso indiscriminado por parte de los países miembros del Fondo, cualesquiera fueren las atribuciones otorgadas a este último. No ocurre lo mismo con la segunda variante, donde el carácter discriminado y sujeto a término de su uso conlleva la necesidad de un órgano jurisdiccional actuante.

La experiencia en el manejo de los controles cambiarios ha realzado las enormes dificultades que existe en distinguir entre transacciones corrientes y de capital, lugar común de muchas controversias entre el Fondo y los países miembros sobre la naturaleza de sus controles. La flexibilidad, como alternativa a los controles, difícilmente permitiría preservar el anterior distinguo. Su uso sería más bien indiscriminado, esto es, para ambos tipos de transacción, salvo supuestos en los que, debido a una combinación de controles y flexibilidad, sea dable encauzar las transacciones por mercados o vías distintas con arreglo a su naturaleza.

Por otra parte, el uso discriminado de flexibilidad implicaría sujetar su empleo a la presencia de he-

chos concretos a juzgar por el órgano jurisdiccional, como, por ejemplo, la presencia de flujos desestabilizadores, supuesto, este último, en exceso arriesgado, ya que las connotaciones poco objetivas del fenómeno, en caso de negativa, podrían dar lugar a fricciones.

Parecería, entonces, que la flexibilidad con carácter permanente sería sin duda de uso indiscriminado tanto en lo que atañe a los países como a la naturaleza de la transacción.

De optarse por la flexibilidad permanente en las condiciones antes señaladas el efecto de la misma recaería inclusive en los países que no hicieron uso de ella, como, por ejemplo, los sub-desarrollados, concretamente los de Latinoamérica, que no tienen interés directo en que se legalice, que no han hecho uso de ella o que no pretenden hacerlo en el futuro, por carecer de los mercados que generan la presencia del problema.

Cabría preguntarse quién absorbería en los países sub-desarrollados el riesgo, de utilidad o pérdida, en un sistema con elementos notablemente aleatorios como la flexibilidad... Tal vez la banca central mediante operaciones a futuro o el Estado asumiendo la comercialización de los productos básicos de exportación o, inclusive, el control absoluto del comercio exterior.

Podría ser, por otra parte, que en los grandes mercados se formaran intermediarios y/o financieras dispuestos a cubrir el riesgo ofreciendo un tipo estable.

### **El Sistema Futuro**

Como sucede en toda crisis, la presente ha llevado a cuestionar los fundamentos del actual sistema monetario y a proponer posibles modificaciones para su mejora.

Un sistema monetario es en gran medida una abstracción que refleja una realidad política y económica dada, por lo cual cualquier sistema futuro que se vislumbre sería fundamentalmente la formalización legal de realidades prevalecientes para ese entonces.

Aunque resulta en exceso difícil anticipar cuál va a ser el desenvolvimiento de los hechos, siempre cabe subrayar los aspectos más significativos y las soluciones alternativas propuestas.

El punto primero cuestionado en el sistema vigente es el común denominador o unidad de valor. Al crear

se el Fondo el Convenio de Bretton Woods encargó al oro y al dólar del peso y ley en vigor el 1º de julio de 1944 la función de común denominador. Posteriormente se crearon los DEG y su valor fue incorporado en el Convenio también en términos de oro. Así, al estar el valor del dólar y del DEG definidos en oro, y el de las demás monedas también, sea directamente o a través del dólar, el metal precioso resulta pecuniario de cualquier activo.

Ocurrida la crisis se ha hablado que la unidad de valor en un nuevo sistema debe ser el DEG, pero se ha omitido aclarar si éste debe ser privado o no de su valor oro. La conservación del valor oro del DEG implicaría tan sólo un cambio formal en relación con el sistema vigente. Al permanecer el metal precioso en calidad de unidad de valor última del sistema, subsistirían las dificultades actuales en lo que se refiere a modificación de paridades, incluida la del dólar, y los efectos subsiguientes en el mercado del oro.

Aunque hay sentimiento casi unánime en el sentido de que resulta prematuro por ahora pensar en una total monetización del DEG, siempre cabe elucubrar en torno a esta nueva versión del DEG, emitido por decisión multilateral de los países con arreglo a las necesidades de liquidez de la comunidad mundial, cuyo respaldo sean los bienes y servicios existentes y consecuentemente su valor en oro u otras monedas y activos en general varíe por imperio de las fuerzas del mercado.

Lo anterior se ha conceptualizado como una meta ideal y lejana, y una reforma de tal magnitud que implicaría muchos pasos previos, cuya culminación tal vez la generación actual no tenga el privilegio de ver.

Sin embargo, dentro de esta dirección general de pensamiento se han apuntado las condiciones previas que se debería dar en cuanto a otros aspectos de la estructura monetaria mundial.

En primer lugar, lo relativo a la composición de las reservas y la provisión de liquidez mundial. Conducen hacia el objetivo antes referido la eventual desaparición de las monedas de reserva como tales y su paulatina sustitución por DEG, así como la absorción por parte de estos últimos de la función proveedora de liquidez.

Como cuestión preliminar conviene recordar cuáles son los actuales activos de reserva, el por qué de su

activo o no y las condiciones que se deberían dar para que opere un cambio en su aceptación.

De los tres activos internacionales de más amplia difusión, oro, DEG y dólares, las preferencias, tanto públicas como privadas, operan fundamentalmente en razón directa a la garantía de no pérdida de poder adquisitivo y a la tasa de interés que reditúan.

El metal precioso no está sujeto a pérdida de poder adquisitivo, pero tiene el inconveniente de no redituar tasa de interés alguna además de los costos de su mantenimiento. Los DEG tienen garantía oro y devengan interés, aunque notablemente bajo. El dólar, hasta antes de 1968, tenía plena garantía de convertibilidad y redituaba un interés bastante superior a los otros dos activos. En 1968 se limita la convertibilidad a las tenencias oficiales, lo que aún lo hacía, sólo para la banca central y/o tesorerías, más atractivo que los otros dos activos. Eliminada la convertibilidad el dólar pierde parte de su atractivo y se inicia el diálogo en torno a la conveniencia o no de su paulatina sustitución por DEG.

Antes hay que preguntarse si para que ocurra la sustitución y la subsecuente modificación en la composición de las reservas ella debe operar en forma compulsoria vía Fondo Monetario o cualquier otro organismo internacional, o si más bien debe ser hecha por decisión unilateral de las respectivas autoridades nacionales.

Si estimamos que el mundo no ha generado todavía una sólida infraestructura administrativa mundial, con la consecuente delegación de soberanía y jurisdicción por parte de las autoridades nacionales que ello implica, parecería que la alternativa viable es que la eventual sustitución opere sobre bases puramente voluntarias. En este supuesto las condiciones para lograr dicho fin se darán en la medida en que menor sea el atractivo del dólar y mayor el del DEG.

La no convertibilidad del dólar, como reflejo de la debilidad de la balanza de pagos Norte Americana, constituye la oportunidad óptima para que ocurra dicho cambio, a pesar de que la alta tasa de interés que reditúa el dólar siempre será un obstáculo considerable.

¿Qué calidades debería tener el DEG para convertirse en el activo internacional más atractivo?

Ya hemos señalado cómo la ruptura del vínculo entre el DEG y el oro constituye una condición ideal en

un nuevo sistema monetario. Ahora cabe agregar que, por otro lado, la ausencia de dicho vínculo privaría al DEG de uno de sus atractivos más notables, influyendo en las preferencias de los eventuales poseedores. Similar contraposición de fines se presentan en cuanto a la tasa de interés. En la medida en que más alto sea el interés que devengue el DEG mejora su aceptación, pero, también mayor el costo para los usuarios. Este problema se presenta con mayor nitidez en la hora actual en que se busca vincular al DEG con el desarrollo económico. Los países desarrollados, e inclusive los subdesarrollados, estarían dispuestos a incorporar mayor cantidad de DEG a sus reservas internacionales en la medida en que más alta sea la tasa de interés que reditúan, pero, por otro lado, dicha alza en la tasa de interés significaría un costo adicional para los países usuarios, fundamentalmente los subdesarrollados, sobre todo si se lleva a efecto el precitado vínculo.

En cuanto a la provisión de liquidez internacional por parte de un país o grupo de países se ha insistido en que es un sistema que debido a su naturaleza impone al mundo la tasa de inflación o deflación propia de las políticas internas de los centros de reserva. Es más, los déficits de dichos centros de reserva se convierten en un fenómeno indispensable para el desenvolvimiento del comercio y los pagos internacionales.

Hoy se quiere acabar con los déficits como fenómeno institucionalizado dentro del sistema monetario, encomendando la provisión de liquidez a un órgano y un activo internacional, vale decir, al Fondo y a los DEG. La paulatina sustitución de las actuales monedas de reserva es el camino para la instauración del DEG como proveedor de liquidez internacional. En el logro de este objetivo siempre se presentarían las disyuntivas primeramente anotadas, pero además habría que remodelar la naturaleza actual de los DEG, es decir, proveedores de liquidez con carácter complementario, así como la modificación simultánea de ciertos otros aspectos: reconstitución, requisito de necesidad, armonización. . .

El punto siguiente es el relativo al activo a ser usado en calidad de moneda de intervención o moneda vínculo, en otras palabras, la forma en que ocurrirían las intervenciones en los mercados a fin de mantener las paridades o tasas de cambio de las monedas.

Recordemos qué ha ocurrido en el pasado. En la época del patrón oro clásico la intervención se hizo en base a las compras y ventas de oro, tanto por parte de las autoridades como de los particulares. En la actualidad la intervención se viene haciendo mediante la compra-venta de monedas de reserva: dólares, libras esterlinas y/o francos franceses, dentro de sus respectivas áreas de influencia. En un sistema ideal es perfectamente concebible que la intervención se haga en forma análoga, pero en vez de oro monedas usando el DEG. Ello exigiría una reforma en la naturaleza del DEG que permita su empleo indiscriminado e inclusive por particulares, siempre y cuando previamente se hubiese generalizado su uso como activo de reserva y proveedor de liquidez internacional.

Existe tácito entendimiento que un sistema con la intervención a cargo del DEG significa la sucesión exitosa de multitud de pasos previos con el consecuente transcurso considerable de tiempo, razón por la cual el interés se ha centrado en problemas más inmediatos en que la intervención continuará siendo función de las actuales monedas de reserva.

Una realidad algo lejana, aunque menos que la anterior, ocurriría cuando el uso del DEG como moneda de reserva se hubiere generalizado, aunque no como moneda de intervención. En esta etapa la comunidad financiera internacional tendría que enfrentar el problema de la determinación cuantitativa de los saldos operativos en monedas nacionales para fines de intervención.

Se ha dicho que una primera medida consistiría en privar a las monedas nacionales de la facultad de servir de incremento a las reservas internacionales. Sin embargo, siempre subsistiría el problema de como determinar los montos de los saldos operativos: por decisión voluntaria de las autoridades nacionales o en forma compulsoria por el Fondo. . . ya que dada la naturaleza cambiante de las realidades financieras bien podría ocurrir que el DEG, dentro de su forma actual, fuere menos atractivo que mantener reservas en ciertas monedas, y las preferencias, dentro de un criterio voluntarista, lleven a revertir el esquema dentro del cual el DEG fuese la moneda de reserva.

Llegamos, finalmente, al problema más inmediato que se presenta en la configuración de un nuevo sistema monetario, esto es, la redención de los dólares que hoy sirven de reservas y exceden los saldos

operativos para fines de intervención. Sobre el punto se ha hablado de una emisión especial de DEG. Los países cambiarían sus dólares por DEG y el Fondo conservaría dichos dólares para que vayan siendo redimidos por E.E.U.U. a medida que mejore su balanza de pagos. Otros piensan en una redención gradual por parte de E.E.U.U., garantizando este último la no pérdida de poder adquisitivo de dichos activos en términos de oro y/o DEG, a la manera del acuerdo de Basilea en relación con la libra esterlina. Otra alternativa expuesta, con carácter más bien provisional, es la de un acuerdo por el cual los países se comprometen a no modificar la composición de sus respectivas reservas y/o la armonización en la composición de las reservas, hasta que ocurra la redención.

Resulta ineludible preguntarse cómo se va a mantener la esencia del sistema de paridades durante el eventual tránsito del sistema actual a un posible sistema futuro, centrado en el DEG, dada la ausencia de convertibilidad del dólar en oro.

Sobre el particular se ha manifestado que la esencia del sistema de paridades puede ser mantenida sin la necesaria convertibilidad del dólar a oro y, más aún, que en la práctica así ha ocurrido, ya que la convertibilidad no pasó de tener una pretendida función disciplinaria en el país emisor. No obstante, siempre subsiste la pregunta en torno a lo que ocurriría, dada la ausencia de convertibilidad, en el supuesto de que las tenencias oficiales en moneda de intervención aumenten por encima de los saldos operativos. Al respecto se ha dicho que el emisor tendría que comprometerse a redimir los excedentes en calidad de tenencias oficiales y para cumplir dicho fin podría hacer uso del DEG, oro o el crédito del Fondo. Otra alternativa sería la armonización mediante las operaciones del Fondo, donde los países con excedentes de moneda de intervención podrían permutar dichos excedentes por posiciones de reserva en el Fondo y viceversa. De todas formas los saldos de moneda de intervención en poder de los particulares siempre constituirían un peligro para la estabilidad del sistema.

### **Jurisdicción y Procedimientos**

Se ha sostenido que la modificación de la paridad de una moneda, revaluación o devaluación, es un problema soberano de cada país. En base a este argumento se ha buscado que el realineamiento se discuta única y exclusivamente entre los países direc-

tamente involucrados, esto es, el Grupo de los Diez, sea a nivel funcionarios sea a nivel ministros.

La materialización práctica del criterio anterior ha hecho que la discusión en torno al realineamiento se traslade del Fondo a los órganos de deliberación exclusivos del Grupo de los Diez, aunque las medidas posteriores —flexibilidad, mejora y modificación del sistema actual— quedarían para ser discutidas en substancia dentro del Fondo.

Los países subdesarrollados, integrantes del mundo occidental han exigido, tanto dentro como fuera del Fondo, tener participación, en substancia y en forma, en la discusión sobre el realineamiento, por conceputar que la misma afecta a la totalidad de la comunidad financiera internacional. Dentro del Fondo se ha hablado de las reuniones conjuntas entre funcionarios del Grupo de los Diez y Directores Ejecutivos del mundo subdesarrollado e, inclusive, encuentros a nivel ministerial. Fuera del Fondo los países integrantes del Grupo de los 77 preparan posiciones conjuntas para la próxima reunión de UNCTAD en Santiago.

El criterio del mundo industrial es, sin embargo, que la comunión de ideas no va más allá de la exigencia formal de ser escuchados, no habiendo posiciones homogéneas en cuestiones de substancia, lo que deviene en la imposibilidad práctica de dialogar a nivel país individual.

Es de esperar que el mundo subdesarrollado, y concretamente Latino América, presente posiciones homogéneas en cuestiones de substancia (realineamiento, flexibilidad, sistema futuro), porque la sola formulación de las mismas implica entrar al diálogo. Una sola voz hablando a nombre de toda Latino América, con sus 300 millones de habitantes y sus 5,700 millones de dólares de reserva, tiene suficiente fuerza propia para ser más escuchada aún que la palabra de muchos países desarrollados.

### **Problemas Transitorios**

Como ya se notó, directa o indirectamente a través del dólar, las paridades se expresan en términos de oro, y las relaciones cambiarias deben basarse en las aludidas paridades sin apartarse de las mismas sino en los pequeños márgenes permitidos por el Convenio del Fondo.

Ahora bien, al mantener el Fondo dentro de su activo monedas de los países miembros, sea por razón de las cuotas o producidas por operaciones posteriores,

la garantía de no pérdida de poder adquisitivo de los activos del Fondo se haya en la expresión del valor de los mismos en términos de oro, fenómeno conocido como el mantenimiento del valor oro de los activos del Fondo.

Puede ocurrir, como en efecto ha ocurrido, que las relaciones cambiarias se aparten de la precitada relación fija por encima o por debajo de los márgenes. Si ello acontece en el mercado del propio país emisor y la desviación es significativa en el monto y persistente en el tiempo nos hayamos ante una valorización o depreciación real por efecto de las fuerzas del mercado.

Lo anterior quiere decir que el valor de la moneda en el mercado no coincide con el valor según libros del Fondo, y que, simultáneamente, no ha ocurrido una modificación formal de la paridad, como expresión legal y soberana de la voluntad del país emisor.

Un problema como el precedente origina inconvenientes prácticos en las operaciones del Fondo, ya que éstas son, por definición, el cambio, la permuta o la compraventa de unos activos por otros activos, ambos con un valor fijo conocido en oro. Cambio, permuta o compra-venta que permite asegurar, en teoría al menos, que en la transacción no ha ocurrido pérdida o ganancia para ninguna de las partes, dado que los activos que se intercambian tienen un idéntico valor en oro (salvo, naturalmente, los cargos y/o intereses que los países miembros deben abonar al Fondo por hacer uso del servicio). En resumen, para las partes formalmente se trata de una mutación en la naturaleza de los activos que poseen, manteniéndose constante el valor oro de los mismos.

El 15 de agosto E.E.U.U. suspende la conversión del dólar a oro y otros activos de reserva, destruyendo el vínculo entre las monedas y el oro; vínculo que permita determinar en forma inequívoca el valor oro de cualquier moneda vía dólar. No hay, además, una modificación formal de paridad, ya que E.E.U.U. no ha alterado el precio oficial del oro y sólo ha suspendido, salvo casos excepcionales, las compra-ventas. Por otra parte, los países miembros cuyas monedas también fluctúan mantienen las respectivas "paridades" y observan los "márgenes de ley" sólo con relación al dólar y, por tanto, sin vínculo alguno al valor oro de sus monedas, es decir, desaparecen las paridades y márgenes como obligación legal.



La situación actual, como es lógico, origina posiciones especulativas. La expectativa de que el precio del oro pueda aumentar induce a los países miembros a reducir sus obligaciones frente al Fondo y a evitar que decrezcan sus tenencias en DEG y posiciones de reserva en el Fondo, activos los dos últimos que tienen valor oro. Es más, dicha situación va deteriorando las operaciones del Fondo, hasta que, de mantenerse indefinidamente en la forma actual, paulatinamente las operaciones tendrán que llegar a su término. Hay problemas tanto en recompras como en compras.

Las recompensas al Fondo de sus propias monedas por parte de los países miembros deben efectuarse en oro, DEG y monedas aceptables a criterio del Fondo. Como es de suponer, los países miembros no desean hacer uso de su oro o DEG en recompras y, por otra parte, el uso de monedas para fines de recompras no es deseado por los países emisores de las mismas que ven en ello una reducción de su posición acreedora frente al Fondo. Es más ciertos pagos al Fondo, tales como cargos, suscripción de cuotas... deben ser hechos necesariamente en oro. Tradicionalmente los países miembros obtenían oro de sus centros de reserva para hacer esos pagos. Hoy la situación es otra.

Por otro lado, las compras, vale decir, el crédito del Fondo a los países miembros también encuentra inconvenientes, ya que escasean las monedas de amplio uso y difusión en los montos necesarios, y, más aún, porque la mayoría de las monedas no mantienen paridades efectivas, lo que implica un elemento altamente aleatorio en las transacciones.

Para resolver la encrucijada actual que enfrentan las operaciones del Fondo se ha hablado de tres alternativas.

Una primera alternativa es que el Fondo siga operando como si nada hubiese ocurrido. En este primer supuesto los valores son expresados en base a la paridad del dólar existente hasta antes del 15 de agosto —formal y legalmente todavía no ha habido modificación de dicha paridad por parte de las autoridades Norte Americanas—, y el valor oro de las demás monedas continúa expresándose en función de sus respectivas paridades. El Fondo, hasta la fecha, sigue operando dentro de este criterio, pero ello no puede continuar indefinidamente por los inconvenientes anteriormente anotados.

La segunda alternativa consiste en expresar los valores de las diversas monedas en base al valor oro de una moneda distinta al dólar que sea de amplio uso y difusión. Dada la situación actual, en que las principales monedas también fluctúan, resulta imposible establecer un vínculo estable entre alguna de las principales monedas y el oro, a fin de que dicho valor sirva de común denominador del sistema.

Considerando las condiciones generales de fluctuación de los tipos de cambio, una tercera alternativa propuesta es que el vínculo a un valor oro sea hecho no en base a una moneda específica sino a través de un índice compuesto en función de los valores reales en el mercado de un grupo seleccionado de monedas. El valor de los demás activos financieros sería determinado con respecto a dicho índice. Este método ha sido objetado porque no llegaría a reflejar los valores reales que pretende debido a su complejidad operativa. Pero en rigor lo que inhibe más aún su consideración sería y detenida es que implicaría manifestarse en torno al precio del oro y a su rol futuro, controvertido tópico de amplio contenido político que parece no hay intención de debatir a nivel exclusivamente técnico.

### **Comentarios Finales**

Antes de concluir resulta oportuno efectuar, a modo de resumen, ciertos comentarios finales.

1. Enfrentar el actual problema monetario significa, como primera providencia, decidir si se mantiene o no la calidad de activo financiero del oro. No hay alternativas híbridas. El camino paulatino hacia un nuevo sistema haciendo uso de los patrones de evaluación hasta ahora empleados significaría en la práctica la permanencia, aunque con carácter transitorio, del oro como activo financiero. Si se opta por un sistema que elimine la calidad de activo financiero del oro el mundo tendría que encontrar un nuevo común denominador o unidad de valor última —un DEG sin vínculo alguno al oro— y simultáneamente ponerse de acuerdo en los criterios a seguir para que opere la redefinición del valor de las monedas en función a dicha nueva unidad. La acción racional del hombre, mediante el empleo de una unidad abstracta y etérea, con prescindencia absoluta de los patrones de evaluación antes usados, valorizaría monedas, las que, mediante un proceso deductivo, llevarían a determinar precios de bienes y servicios y con-

secuentes condiciones de empleo. Se intuye que el mundo actual, en la génesis de las organizaciones internacionales, carecería de la infraestructura administrativa mundial que una reforma de alcances semejantes demandaría.

2. Si se opta por sujetarse, en parte o en todo, a las actuales reglas de juego, la esencia de la discusión desde un punto de vista formal estribaría en el precio del oro —suba, baje o no se modifique—, no porque el oro como tal sea relevante, sino, como hemos visto, porque el oro ha sido el centro del actual sistema monetario, el común denominador y unidad de valor última. A través del oro la totalidad de las monedas encontraban un valor común vinculatorio, y a través de ellas, en teoría al menos, el resto de los activos existentes, es decir, todos los bienes y servicios recibían una valoración pecuniaria. Cualquier acción u omisión en torno a la unidad común necesariamente afectará el mundo real.

3. Desde un punto de vista real lo importante son los precios de dichos bienes y servicios y las subsecuentes consecuencias que ello origina en el nivel de empleo. Es obvio que si las diversas alternativas de arreglo en lo monetario no tuviesen efectos en el mundo real no habría más que un mero ejercicio intelectual, a la manera del ajedrez. Pero hemos observado cómo mediante un proceso de abstracción, es-

pecies diversas dentro del mundo real reciben una valoración pecuniaria que por sucesivas generalizaciones van confluyendo en unidades más generales hasta llegar a una unidad común última: hoy y ahora el oro, mañana tal vez no. El efecto en las reservas internacionales y en las deudas externas es comparativamente de menor importancia: ocurre por una sola vez y no tiene el carácter más permanente de los precios. Es más, los precios de las exportaciones —y su diferencia con respecto a los precios de las importaciones— influyen en gran medida en la generación de reservas, mientras que la composición de éstas últimas obedece a las cambiantes condiciones de los mercados financieros) esto es, tasas de interés, de cambio, etc.

4. Una controversia monetaria como la actual, con tan hondas implicancias en el mundo real de los precios y el empleo, necesariamente involucra también la estructura geográfica del comercio internacional, pudiendo los eventuales arreglos a que se llegue mantener o modificar la actual división de mercados y áreas de influencia. Más aún, de no llegarse por mucho tiempo a un acuerdo el mundo podría dividirse en áreas monetarias y económicas, perdiendo los beneficios del intercambio comercial internacional y, el más beneficioso aún, de la internalización de las corrientes de pensamiento que el comercio conlleva. Octubre de 1971.