

**LA CRISIS FINANCIERA Y LA TRANSMISION INTERNACIONAL  
DE LOS DESEQUILIBRIOS\***

**Carlos Massad**  
**Universidad de Chile**

\*Conferencia en el Seminario *El Nuevo Orden Económico Internacional*, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia, (2 de septiembre, 1977).

# LA CRISIS FINANCIERA Y LA TRANSMISION INTERNACIONAL DE LOS DESEQUILIBRIOS

Carlos Massad

## 1. INTRODUCCION

A seis años de la ruptura del sistema monetario internacional creado en Bretton Woods después de la Segunda Guerra Mundial, parece inoficioso analizar las causas del fracaso y sus consecuencias. Se ha escrito ya mucho sobre el tema y yo mismo he contribuido con varios artículos y conferencias. Sin embargo, aún hay ciertos aspectos que no han sido suficientemente explorados.

Con el fin de no perder la perspectiva general en la que se desea insertar los comentarios más específicos que espero hacer ahora, voy a comenzar revisando rápidamente los problemas más importantes del sistema monetario de Bretton Woods. Luego analizaré los principales desarrollos en la economía mundial que llevaron a la crisis, poniendo énfasis especial en la expansión de los mercados de euromonedas y sus consecuencias sobre la estabilidad del sistema. Comentaré los efectos de la flotación de las monedas sobre la transmisión internacional de desequilibrios, destacando especialmente el papel del sector privado y de su demanda de activos internacionales para centrar, finalmente, la atención en los movimientos de capitales de corto plazo y sus posibles efectos desequilibradores, especialmente en los países en desarrollo.

## 2. LAS TRES ASIMETRIAS

El sistema establecido en Bretton Woods contenía tres asimetrías que generaban un tratamiento diferencial a diversos países miembros y que llevaron a su caída. La primera asimetría era una asimetría de ajuste.

Dado que la balanza de pagos mundial debe necesariamente estar en equilibrio (salvo por la generación de nueva liquidez) los déficits de ciertos

países deben corresponder con los superávits de otros. No resulta fácil determinar, excepto en casos extremos que son obvios por sí mismos, a quién corresponde y en qué medida la responsabilidad en la generación de un desequilibrio. Podría ocurrir que la "mala conducta" (política monetaria restrictiva, subvaluación de su moneda) de ciertos países los generase un superávit en sus pagos, lo que significa necesariamente un déficit para el resto de los países tomados en conjunto. Podría ocurrir también que la "mala conducta" fuese la de ciertos países deficitarios (política monetaria expansiva, sobrevaluación de su moneda) o que la responsabilidad del desequilibrio fuese compartida por los países superavitarios y deficitarios.

Pese a que no puede negarse la posibilidad de que la responsabilidad del desequilibrio recaiga en algunos países superavitarios, parece haberse aceptado como norma moral de conducta económica internacional que es "bueno" tener un superávit y "malo" tener un déficit, y por tanto, los deficitarios serían los pecadores dignos de sanción. De hecho, el sistema creado en Bretton Woods no contenía suficientes incentivos al ajuste ni disuasivos al desajuste de los países superavitarios. Estos, en la medida en que fuesen capaces de compensar con medidas internas la expansión monetaria generada por el superávit, podían continuar acumulando reservas. En cambio, los países deficitarios no podían continuar indefinidamente perdiéndolas, por lo que, con una excepción, debían finalmente recurrir a la ayuda del Fondo Monetario Internacional para cubrir sus déficits. Esta ayuda, condicionada a la adopción de políticas apropiadas para eliminar el déficit, significaba a la vez la eliminación del superávit en el resto de los países tomados en conjunto. Pero estas medidas tenían que ser adoptadas por el país deficitario, si bien sus efectos recaían tanto sobre éste como sobre los otros. Por ejemplo, si se trata de un déficit, una medida destinada a reducirlo es la contracción de la demanda interna. Si un país adopta medidas contractivas mientras el resto de los países mantiene inalteradas sus políticas, el esfuerzo que el primero tendrá que hacer para eliminar el desequilibrio será mayor que si los otros países colaboran al ajuste. Si las medidas de contracción de la demanda interna adoptadas en un país fuesen acompañadas por una expansión de la demanda externa en el resto del mundo, la magnitud de la contracción requerida en el primero, sería menor que si debe actuar solo. Asimismo, si se piensa en términos de una devaluación para equilibrar un déficit, ésta tendrá que ser mayor mientras menor sea la revaluación que ocurra en otras monedas, ya que lo que interesa es el valor relativo de las monedas en el comercio internacional. Estas observaciones, que se han hecho cada vez más evidentes en los últimos años a través del esfuerzo para lograr una acción equilibradora concertada en los países mayores, no lo eran, o por lo menos no eran reconocidas como valederas en los hechos, en la operación del sistema.

La segunda asimetría en el sistema de Bretton Woods residía en el método elegido para mantener constantes los tipos de cambio de las monedas. Para ello, los países miembros se comprometieron a no vender oro a un precio inferior al que hubiesen convenido con el Fondo Monetario Internacional ni comprarlo a un precio superior. Dicho precio, expresado en términos de cantidad física de oro por unidad de moneda nacional, constituía la "paridad" de la moneda respectiva. Al establecerse un precio en oro de todas las monedas, se establecía también una relación entre ellas, o tipo de cambio.

Por supuesto, el número posible de tipos de cambio independientes es menor en una unidad al número de monedas, ya que una de ellas ha de servir de base al cálculo. Es decir, con un número  $n$  de monedas, hay solo  $n-1$  tipos de cambio independientes; uno es determinado por todos los demás. Si todos los  $n$  países se propusiesen alterar sus tipos de cambio en monto y dirección determinada por cada uno de ellos, como máximo solo  $n-1$  lograrían su propósito, y uno de ellos tendría que resignarse a dejar que el tipo de cambio de su moneda lo determinasen los demás países. Si no fuese así, podría darse el caso de soluciones incompatibles, con la inestabilidad consiguiente del sistema.

Todos los países, menos uno, se comprometieron a intervenir en el mercado a la paridad (o al tipo de cambio) establecida para sus monedas. Uno de ellos se comprometió a no intervenir, pero en cambio adquirió el compromiso de convertir en oro, a la paridad establecida, los montos de su moneda que le fuesen presentados para conversión por las autoridades monetarias de los otros países miembros. De este modo, se eliminaba la posibilidad de intervenciones de las autoridades monetarias en el mercado a tipos de cambio incompatibles entre sí, al costo de que uno de los países miembros aceptara que el tipo de cambio de su moneda fuese, en realidad, determinado por el conjunto de todos los demás países. Este país era Estados Unidos.

Así, en el sistema de intervención diseñado para mantener los tipos de cambio en las cifras convenidas con el Fondo Monetario Internacional había también una asimetría: todos, menos uno, intervendrían en los mercados de monedas; el último, en cambio, convertiría en oro los saldos de su moneda que le fuesen presentados para conversión por las autoridades monetarias de los demás países miembros.

Finalmente, una tercera asimetría importante estaba presente en el sistema monetario de Bretton Woods, en el proceso de generación de liquidez internacional. El sistema se diseñó sobre la base de que habría dos fuentes fundamentales de liquidez internacional, necesarias para el normal desarrollo

de las transacciones internacionales: la producción de oro que llegase a las arcas de los bancos centrales, incrementando sus reservas, y el crédito que, en determinadas circunstancias, pudiese proveer el Fondo Monetario Internacional. La primera de estas dos fuentes daba origen a liquidez incondicional, que los países podían usar libremente a su antojo. En cambio, la segunda daba origen a liquidez condicional, a la que un país tenía acceso solo si cumplía con determinadas condiciones establecidas tanto en el propio convenio de Bretton Woods como luego en las políticas del Fondo Monetario Internacional.

El oro como fuente de generación de liquidez internacional adicional no tuvo, en realidad, importancia práctica algunas hasta la crisis. En todo caso, producir el oro implica utilizar recursos reales para tal efecto, de manera que los países productores de dicho metal incurren en un costo real para producirlo. Por su parte, para obtenerlo, los demás países deben pagarlo, directa o indirectamente, mediante sus exportaciones, con lo que transfieren recursos reales al país productor. En el margen, los recursos reales utilizados para producir el oro igualarán a los recursos reales necesarios para obtenerlo (comprarlo) por parte de los demás países. Así, el uso del oro como base de expansión de la liquidez, si bien implicaba el uso de recursos reales para su producción y para su obtención posterior por otros países interesados, no envolvía necesariamente una transferencia neta sustancial de recursos en favor de los productores.<sup>1</sup>

De otra parte, el uso de la liquidez condicional del Fondo Monetario Internacional, por su mismo carácter de condicional, no se concebía como de uso permanente y, en consecuencia, tampoco implicaba transferencias netas sustanciales de recursos entre países. Esto, a pesar del hecho de que las tasas de interés que el Fondo cobraba por la utilización de la liquidez condicional estaban por debajo de las tasas de mercado, como también lo estaban las tasas que el Fondo pagaba a los países que mantenían recursos netos en él, sin utilizarlos. En realidad, durante la mayor parte del período, hasta 1965 o 1966, la diferencia con las tasas de mercado no era grande, y los recursos del Fondo sólo podían utilizarse en montos limitados y por períodos limitados de tiempo (en general, un máximo de cinco años).

Había una tercera fuente de liquidez internacional, prevista en el convenio de Bretton Woods, pero que no se usó dentro del Convenio: la devaluación paralela de todas las monedas en relación con el oro. Esto podría

<sup>1</sup> Naturalmente, el uso monetario reconocido oficialmente implica una fuente adicional de demanda de oro y, por tanto, un mayor precio para este metal del que existiría de otro modo. Y si la producción de oro tiene costos marginales crecientes, habrá una "renta" económica para los productores.

haber operado mediante una devaluación del dólar respecto del oro, mientras todas las demás monedas mantenían su tipo de cambio con el dólar y recalculaban su paridad con el oro sobre la base del tipo de cambio fijo con el dólar. Naturalmente, un aumento en el precio del oro en términos de monedas habría provocado una redistribución de riqueza en favor de los mayores tenedores de oro, y de sus productores. Para este mecanismo no se usó nunca antes de la caída del sistema.

En la práctica, el problema de la generación de liquidez internacional se resolvió de una manera completamente distinta: mediante la acumulación de una moneda aceptada por todos como medio internacional de pagos. Esta moneda fue el dólar de los Estados Unidos.

En realidad, el único gran país industrial con su economía intacta después de la guerra era Estados Unidos, y por tanto era el único gran proveedor mundial de equipos de todas clases y aun de ciertos alimentos y materias primas. Mediante el dólar podían adquirirse tales productos, y los países necesitaban dólares para hacerlo. Por lo demás, los países de Europa salían de la guerra debilitados y necesitaban reconstituir sus reservas internacionales a medida que se recuperaban sus economías. Hubo ocasiones en que se habló de "escasez de dólares" en el mercado internacional.

Si los demás países deseaban aumentar sus tenencias de la moneda de los Estados Unidos, este país podía entregarla sin que se produjesen consecuencias negativas. Y así ocurrió. Mediante déficit sostenidos en su balanza de pagos, los Estados Unidos entregaban al resto del mundo la moneda norteamericana que se deseaba acumular en el exterior.

En este proceso, el dólar se convirtió en la fuente principal de crecimiento de la liquidez internacional no condicionada. Los Estados Unidos entregaban dólares mediante el déficit de su balanza de pagos; por su parte, el resto del mundo debía adquirirlos entregando en cambio recursos reales presentes o futuros —exceptuadas las donaciones hechas por los Estados Unidos, principalmente a Europa— por moneda cuyo costo de creación era cercano a cero.

He aquí la tercera asimetría: en la creación de liquidez internacional, un país jugaba el papel de proveedor, mientras los demás debían pagar para adquirir un bien de costo cero, redistribuyéndose así riqueza en favor del primero.

Esta asimetría explica también la excepción hecha al mencionar la primera de las tres, la asimetría de los incentivos para el ajuste. Allí anotamos

que, con una excepción, los países deficitarios no podían mantener indefinidamente su déficit. Tal excepción se refiere a los países cuya moneda es acumulada por los demás. Mientras los demás no deseen convertirla en oro, o demandar productos del país emisor con ella, éste puede continuar entregándola al exterior y, por tanto, mantener un déficit permanente en su balanza de pagos.

En un régimen en que los tipos de cambio se mantienen fijos, el síntoma principal de la satisfacción o insatisfacción de los países con sus reservas, o con la velocidad a que se modifican, es la política interna que aplican. En efecto, si se estima que las reservas están creciendo demasiado rápidamente, o han alcanzado ya niveles elevados, es probable que la política interna sea más expansionaria. Con ello, se reduciría el superávit de la balanza de pagos, y la tasa de acumulación de reservas. Pero en un mundo de movibilidades imperfectas, parte del efecto debería reflejarse en la tasa de aumento de los precios internos. En realidad, la estabilidad de precios en el mundo en su conjunto en los 25 años desde fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1970 es verdaderamente impresionante. Sólo hay breves períodos con tendencias inflacionarias generalizadas, hasta que se inicia, a mediados de la década de los sesenta, una leve pero persistente tendencia al aumento de los precios.

Por su parte, el síntoma de insatisfacción con la *composición* de las reservas es el cambio en dicha composición. En el caso particular que analizamos, dicho cambio deseado se habría reflejado en conversiones de dólares a oro. Tales conversiones ocurrieron, pero no en forma masiva y desordenada, sino de manera moderada y gradual, al menos hasta mediados de la década de los años sesenta.

Esta conducta de los países lleva a concluir que, en la línea gruesa, el sistema de Bretton Woods funcionó bien gracias a las circunstancias especiales en que se desarrollaba la economía mundial en ese período, en el que se registraron muy pocos cambios dramáticos en los tipos de cambio o paridades de las economías industriales, otro síntoma de funcionamiento satisfactorio del sistema.

### 3. LA CRISIS

Sin embargo, el sistema llevaba dentro de sí elementos que lo debilitaron progresivamente. En efecto, la acumulación de cantidades crecientes de dólares de los Estados Unidos en manos de las autoridades monetarias extranjeras y la reducción lenta pero persistente de las reservas de oro de dicho país provocaban crecientes dudas acerca de su capacidad, o su voluntad, de con-

vertir en oro las tenencias externas oficiales de dólares si ellas le fuesen presentadas para su conversión. A comienzos de los años sesenta, las tenencias oficiales de dólares por parte de los países extranjeros habían superado las reservas de oro de los Estados Unidos. A fines de 1970, dichas reservas cubrían poco más de la mitad de las tenencias externas oficiales de dólares. Esto no generó una catástrofe gracias a la confianza mundial en que la economía de los Estados Unidos podía entregar, si no oro, productos a cambio de los dólares acumulados en el exterior.

Sin embargo, la acumulación de dólares en manos oficiales externas, en comparación con las reservas de oro de los Estados Unidos, llevaron a la comunidad internacional, hacia mediados de los años sesenta, a concluir que tal situación no podría continuar. Se pensó que los Estados Unidos no generarían persistentemente un déficit de balanza de pagos para proveer al mundo de las reservas internacionales requeridas para el funcionamiento apropiado del comercio internacional, ya que si lo hacía, no podría afrontar las eventuales demandas de conversión en oro, y se quebraría el sistema. Habiéndose probado que los otros medios previstos en el convenio de Bretton Woods para generar liquidez internacional no cumplían su propósito, el Fondo Monetario concluyó que era necesario crear una nueva forma de liquidez internacional, que careciese de las desventajas de las monedas nacionales, y cuya creación pudiese graduarse por acuerdo internacional según las circunstancias.

Así nacieron los Derechos Especiales de Giro, sobre los cuales se ha hablado ya tanto que no me parece necesario insistir en esta ocasión. Solo conviene recordar que las expectativas sobre el equilibrio de la balanza de pagos de los Estados Unidos no se cumplieron.

En cambio, para los propósitos de esta presentación, interesa destacar otro aspecto del desarrollo de la economía mundial que condujo a la crisis del sistema: el incremento en las tenencias de dólares y también de otros medios de pago internacional, por centros financieros distintos a los países emisores.

En un sistema de tipos de cambio fijos y sin controles a los pagos corrientes y de capital, la autoridad monetaria debe adquirir el compromiso de proveer su propia moneda a cambio de monedas extranjeras "acceptables" o de la moneda de intervención, sin limitación alguna, al precio fijado. Asimismo, debe comprometerse a aceptar su propia moneda en cambio de las monedas extranjeras "acceptables", o de la moneda de intervención, también sin limitación alguna. Mientras el sector privado no espere alteraciones en los tipos de cambio, le bastaría con acumular moneda nacional para sus necesidades internas y externas de liquidez, ya que ella es, al tipo de cambio dado,

sustituto perfecto de la moneda extranjera, si despreciamos el pequeño costo envuelto en transformar una en otra. Naturalmente, la composición de las tenencias de liquidez en moneda nacional y extranjera variará según varíen las tasas de interés internas relativas a las externas, pero la seguridad de cambiar una forma de liquidez por la otra, a un precio fijo garantizado por la autoridad monetaria, tenderá a minimizar la diversificación de la cartera de monedas en que se mantiene la liquidez interna y externa deseada. A medida que la economía se aparta de la situación ideal descrita, y se toma en cuenta la existencia de diversos tipos de control y regulación de los pagos de capital o corrientes, se incrementa la necesidad del sector privado de mantener, para sus transacciones internacionales, ciertos niveles de liquidez en medios de pago sobre el exterior, ya que se reduce la sustituibilidad entre dinero doméstico y dinero externo.

El desarrollo de la economía mundial después de la Segunda Guerra llevó a reducir gradualmente los controles sobre los pagos externos en los principales países, para hacerlos desaparecer casi por completo en la década de los años sesenta, con una excepción notable: los países socialistas.

Según algunos autores, serían precisamente los países socialistas los que habrían establecido las bases para el desarrollo de lo que hoy se conoce como el mercado de euromonedas. En efecto, dichos países prefirieron mantener sus saldos en dólares en Europa, en vez de los Estados Unidos, ante el riesgo de una congelación de sus fondos en este último país. Estos saldos, depositados en bancos en Europa, sirvieron de base para hacer allí préstamos en dólares, generándose así el mercado de eurodólares. Según otros, la generación y rápida expansión de este mercado sería la consecuencia de medidas adoptadas en los Estados Unidos en dos áreas principales: el pago de intereses sobre depósitos y las inversiones extranjeras.

En cuanto al pago de intereses sobre los depósitos, hay dos elementos importantes que considerar. En primer término, en el sistema bancario de los Estados Unidos no está permitido pagar intereses sobre depósitos a menos de treinta días. Además, en los años sesenta se establecieron límites máximos a los intereses que podían pagarse sobre depósitos a más de treinta días mediante la llamada "norma Q" (regulation Q) de la Reserva Federal. Hubo ocasiones en que la situación monetaria llevó a elevar los intereses en los Estados Unidos, que no podían elevarse los que se pagaban por depósitos. La elevación de intereses sobre los préstamos provocó una demanda mayor en el mercado de eurodólares, elevando allí también las tasas de interés, y provocando un fuerte incentivo al traspaso de depósitos en dólares desde los Estados Unidos hacia Europa. Así, la existencia de límites máximos a la tasa de

interés sobre depósitos a plazo en los Estados Unidos estimuló la expansión del mercado de eurodólares. La posterior eliminación de tales límites no afectó a ese mercado, que ya tenía vida propia.

En el área de las inversiones extranjeras, se estableció el "impuesto para la igualación de los intereses", que gravaba la venta de valores extranjeros en el mercado de los Estados Unidos de modo de evitar una salida de capitales debida a los menores intereses en los Estados Unidos en comparación con Europa. Se exceptuaban de esta disposición los valores emitidos por países en desarrollo. Además, en la segunda mitad de la década de los años sesenta, se establecieron limitaciones a las inversiones privadas estadounidenses en el exterior.

Todas estas limitaciones estimulaban la demanda de recursos en el mercado de eurodólares, la que presionaba hacia arriba las tasas sobre depósitos en tal mercado. Mientras la tasa de interés sobre depósitos en Europa excediese a la de Estados Unidos, había incentivo para que el sector privado americano depositase en Europa. Allí no existían disposiciones limitativas al pago de interés, el que podía hacerse aun por depósitos de 24 horas que no sean girables mediante cheques. Con el desarrollo del sistema bancario europeo, incluyendo las sucursales de los propios bancos estadounidenses, y con el progreso vertiginoso en los medios de comunicación, las operaciones en el mercado de eurodólares primero, y de otras euromonedas después, se incrementaron con gran rapidez. El tamaño del mercado de euromonedas, que se estimaba en menos de 40 mil millones de dólares en 1968, llegó a más de 300 mil millones de dólares en 1976.<sup>2</sup> La primera de estas cifras representaba menos del 20 por ciento de la oferta de dinero (M<sub>1</sub>) en los Estados Unidos; la segunda, más del 95 por ciento.<sup>3</sup>

La existencia de este mercado hacía extremadamente fácil las transferencias entre monedas y entre países, no solo por parte del sector privado, sino además por parte del sector oficial.

En realidad, podría esperarse que los poseedores oficiales de moneda extranjera no fuesen tan sensibles al estímulo económico como los poseedores privados. Además, sobre aquéllos puede hacerse efectiva una discreta presión política en caso de necesidad, la que no es fácil de aplicar a una multitud de componentes del sector privado en muchos países. Pero aun así, la

<sup>2</sup> Estas cifras incluyen dólares y otras monedas no nacionales en los activos de los bancos de ocho países europeos. Si se consideran solo dólares, las cifras comparables son de 30 mil millones y 234 mil millones de dólares.

<sup>3</sup> Si se consideran únicamente dólares, estas cifras se reducen a 15 por ciento y 73 por ciento.

autoridad monetaria se cuida de no ser criticada por la opinión pública nacional, crítica que puede surgir cuando no se utilizan con ventaja las reservas disponibles y, más aún, cuando deben aceptarse pérdidas en su manejo.

Por ello, si bien probablemente los poseedores oficiales de moneda extranjera reaccionan con cierto cuidado a los estímulos económicos, no debe esperarse que no lo hagan, y así lo han demostrado los hechos.

Además, el sector privado es extremadamente sensible a los cambios en las expectativas de ganancias en el mercado monetario, dado el bajísimo costo de realizar las transacciones.

Con todo esto, hacia la segunda mitad de los años sesenta el mundo occidental enfrentaba una situación que distaba mucho de la que se tuvo en vista al crear el sistema monetario internacional de posguerra. En primer lugar, Estados Unidos había perdido la posición económica única en que se encontraba a fines de los cuarenta, con Europa destruida y Japón derrotado. En segundo lugar, las reservas oficiales externas en dólares superaban con mucho las reservas de oro de los Estados Unidos, esto sin tomar en cuenta las tenencias privadas externas en dólares. Por último, se había desarrollado un mercado monetario internacional que facilitaba los movimientos de dinero entre países y entre monedas y que podía, además, amplificarlos.

Conviene detenerse un momento en este último aspecto, que se ha prestado a debate en años recientes,<sup>4</sup> para examinar si efectivamente el mercado de euromonedas produce un efecto amplificador de los movimientos internacionales de dinero.

Supóngase una empresa de los Estados Unidos que posee recursos líquidos en la forma de un depósito a la vista en dólares en un banco de su país. Supóngase que esta empresa, en vista de los mejores intereses prevalecientes en Europa, decide depositar en un banco de ese continente, que puede ser la sucursal del mismo banco en que mantenía originalmente su depósito. Para ello, emite un cheque contra su cuenta corriente en los Estados Unidos, a favor de la sucursal en Europa, y abre allí un depósito a plazo. Aquí se ha generado la base para una serie de operaciones en eurodólares. En efecto, dado que no hay exigencias de encaje para el depósito en Europa, el banco puede prestarlo a clientes que desean préstamos en dólares. Estos, a su vez, usarán

<sup>4</sup>El debate, así como otros aspectos del funcionamiento del mercado de euromonedas, está muy bien resumido en el artículo de Morris Harf "El mercado de eurodólares y la teoría monetaria", Banca y Finanzas N° 152, Bogotá, Colombia.

estos dólares y, mientras no vuelvan a ser depositados en los Estados Unidos, el proceso de "creación" de dólares continuará hasta que el total del depósito original sea absorbido por el encaje "voluntario" que seguramente mantendrán en los Estados Unidos los bancos localizados en Europa.<sup>5</sup>

Este proceso es válido para el conjunto del sistema, y no necesariamente para un banco individual, tal como ocurre con el multiplicador bancario tradicional en una economía cerrada.

Hay dos tipos de "filtraciones" importantes en el multiplicador bancario del mercado de euromonedas. El primero ocurre cuando, obtenido un préstamo en dólares por un cliente privado, éste los deposita directamente en los Estados Unidos, o los vende a su Banco Central a cambio de moneda nacional, y el Banco Central los deposita no en el mercado de euromonedas, sino en los Estados Unidos. El segundo se presenta cuando el prestatario en dólares los usa para pagar importaciones desde los Estados Unidos, y el exportador deposita en un banco en dicho país y no en el mercado de euromonedas. Ambas filtraciones interrumpen el proceso de multiplicación, ya que retiran el "dinero base" del mercado de euromonedas. Pero si el Banco Central, o el exportador estadounidense, vuelve a depositar el dinero en el mercado, el proceso de multiplicación continúa.

La información disponible no permite hacer con facilidad estimaciones del multiplicador en el mercado de euromonedas. Sin embargo, de la presentación esquemática de su funcionamiento que hemos hecho hasta aquí, se desprende una conclusión importante: si las autoridades monetarias y el sector privado responden al estímulo económico, tasas de interés europeas sobre depósitos en dólares más altas que las de Estados Unidos, con tipo de cambio fijo, pueden generar un proceso de incremento desmesurado de las tenencias de dólares fuera de los Estados Unidos.

En efecto, puede esperarse que el depósito inicial en el mercado que da origen al proceso de multiplicación no vuelva al mercado monetario de los Estados Unidos, y que las autoridades monetarias europeas redepositen en Europa, y no en los Estados Unidos, los dólares que les sean vendidos con el propósito de obtener moneda nacional. Al redepositar en Europa, dichas autoridades evitan que se produzca un aumento en la tasa de interés para préstamos en eurodólares, con lo que continúa el incentivo para pedir prestado en dichos mercados, en vez de hacerlo en los Estados Unidos.

<sup>5</sup> Si dicho encaje se mantiene en bancos localizados en Europa, no constituiría una limitación a la expansión del sistema.

Nótese que, en este ejemplo, la tasa para depósitos es más alta en Europa que en los Estados Unidos, mientras que la tasa para préstamos es más baja. En otros términos, el llamado *spread* o *diferencial* debe ser menor en el mercado de eurodólares que en los Estados Unidos, lo que es perfectamente posible dada la inexistencia en Europa de disposiciones sobre encaje mínimo legal para depósitos en dólares o en otras monedas distintas de la moneda nacional. En efecto, la diferencia entre la tasa de depósito y la de préstamos dependerá, a igual eficiencia en el manejo de los negocios bancarios, fundamentalmente de la tasa de encaje.

Si llamamos  $i$  a la tasa de interés sobre préstamos y  $j$  a la tasa de interés sobre los depósitos, siendo  $e$  la tasa de encaje, el *spread* o diferencial mínimo, cuando no hay costos de operación, se obtendrá de la expresión:

$$(1 - e) i - j = 0$$

$$i - ei - j = 0$$

o sea, el *spread* o diferencial mínimo, será:

$$i - j = ei \tag{1}$$

Sí, además, hay un costo marginal de operación por el manejo de los depósitos, correspondiente a  $d$  y uno por el manejo de los créditos correspondientes a  $c$ , se tendrá:

$$(1 - e) i - j - [d + (1 - e) c] = 0$$

$$i - ie - j - d - c + ce = 0$$

$$i - j = ie + d + c - ec$$

$$i - j = e(i - c) + (d + c),$$

o también

$$i - j = ie + d + c(1 - e) \tag{2}$$

Se ve, al comparar las expresiones (1) y (2), que el "diferencial" entre las tasas de interés sobre préstamos y sobre depósitos dependerá de las tasas de encaje efectivas que aplique el banco, así como de los costos marginales de operación. Si éstos fuesen los mismos en Estados Unidos y en Europa, la

diferencia fundamental estaría determinada por el encaje efectivo, inferior en Europa al de los Estados Unidos.

Por lo demás, es posible que los costos de operación sean también más bajos en Europa en el mercado de euromonedas, dado que los depósitos no son girables mediante cheques, y los créditos, así como los depósitos, solo se realizan en cantidades mínimas relativamente altas.

Por último, muchas disposiciones limitativas a los préstamos bancarios en Estados Unidos no existen en Europa, elemento adicional al de la tasa de interés para estimular el uso de dicho mercado, de tal modo que es posible esperar una demanda importante por créditos en el mercado de eurodólares, aun cuando las tasas para préstamos fuesen iguales en Estados Unidos y Europa.<sup>6</sup>

Pero volvamos ahora a la línea central de nuestra argumentación.

Decíamos que, hacia fines de los años sesenta, se había llegado a una situación en que las reservas de oro de los Estados Unidos alcanzaban a cubrir apenas algo más de la mitad de las reservas en dólares de las autoridades monetarias extranjeras, surgiendo crecientemente la duda acerca de la mantención de la convertibilidad del dólar en oro, ya limitada de hecho por las autoridades de los Estados Unidos. Además, el desarrollo de los países europeos, particularmente Alemania y Japón, con productividad creciente, se reflejaba en un superávit sostenido de sus balanzas de pagos, que prestaba menos credibilidad a los tipos de cambio existentes. Por último, se había establecido, y prosperaba, el mercado de euromonedas, que permitía cambiar en forma masiva, prácticamente instantánea, de una moneda a otra.

Quedaba establecido así un escenario extremadamente propicio a la inestabilidad. Tan pronto apareciesen expectativas de devaluación de una moneda en relación a otra u otras, podían producirse cambios masivos desde la primera a las segundas, cambios que difícilmente podían evitarse por las autoridades monetarias mediante el manejo del instrumento restante: la tasa de interés. La razón de esta dificultad reside básicamente en el hecho de que las variaciones esperadas en los tipos de cambio, si bien no eran muy grandes en su magnitud, eran bruscas, hechas de una vez. Si la probabilidad era de que dicho cambio ocurriese pronto, la tasa de interés necesaria para evitar transferencias de recursos de una moneda a otra, podía llegar a ser extrema-

<sup>6</sup>Para todos los efectos de este análisis, por "Europa" se entiende también otros mercados de monedas distintas de la del país emisor, tales como Panamá, Bahamas y Hong-Kong.

damente elevada. Por ejemplo, si se espera que al día siguiente el tipo de cambio entre dos monedas varíe en 1 por ciento, la diferencia de tasas de interés necesaria para hacer no económica la transferencia de recursos entre monedas hoy debería ser de 1 por ciento en el día, casi 35 por ciento mensual. Con inflaciones como las de Europa y los Estados Unidos en la actualidad, tasas como esas no parecen razonables y, por tanto, los cambios en las tasas de interés entre países difícilmente podrían jugar un papel limitante en los traspasos de una moneda a otra. Los diversos arbitrios destinados a influir sobre el costo de transformar una moneda en otra no dieron resultados satisfactorios, incluyendo las tasas de interés negativas sobre depósitos de no residentes en los países emisores de las monedas cuya demanda crecía. Por lo demás, los traspasos entre monedas, o "movimientos de capitales", podían adquirir innumerables formas difíciles de controlar, incluyendo anticipos o demoras en los pagos por importaciones.

El volumen que podían alcanzar, y que de hechos alcanzaron, los movimientos de capitales de corto plazo es simplemente abrumador. Basta recordar que en seis semanas, en abril y mayo de 1971, el Banco Federal de Alemania se vio forzado a adquirir unos seis mil millones de dólares, cifra equivalente a un 18,5 por ciento de la oferta monetaria alemana.

La política monetaria de los países se vio así fuertemente limitada por la violencia de los movimientos de capitales de corto plazo.

#### **4. LA FLOTACION Y LA TRANSMISION INTERNACIONAL DE DESEQUILIBRIOS**

En este escenario era realmente muy difícil esperar que pudiese mantenerse con éxito un nuevo conjunto de tipos de cambio que reconociese los desequilibrios que se habían generado en las transacciones entre países, de tal manera que la flotación generalizada fue, en mi opinión, inevitable. Con la flotación se esperaba, por una parte, dar un mayor margen de libertad en la acción de la política monetaria interna; y, por otra, desalentar a los especuladores incrementando el riesgo de las operaciones de cambio y reduciendo el margen posible de beneficio por unidad de tiempo. Mediante la flotación, las autoridades monetarias se abstienen de intervenir en el mercado o, por lo menos, no están comprometidas a intervenir, de manera que los cambios deseados en el nivel o en la composición de las tenencias de moneda extranjera en el sector privado se reflejan, básicamente, en un cambio en los precios de tales monedas, y no en aumentos o disminuciones de las reservas oficiales, que tienen consecuencias sobre la oferta monetaria interna. Al parecer, mediante la flotación se lograría aislar la economía interna de las influencias provenientes del exterior, ya que la autoridad monetaria podría evitar, si lo desea-

ra, cambios en sus reservas, y, por tanto, no habría un efecto en el mercado monetario, y la balanza de pagos tendría que estar en equilibrio.

Esta conclusión, sin embargo, puede no ser correcta. Por una parte, la autoridad monetaria no está dispuesta a aceptar impávida cualquier tipo de cambio para su moneda, y, cuando éste se aleje de ciertos márgenes razonables, se verá forzada a intervenir en el mercado. Como los precios internos no son perfectamente flexibles, y, en particular, son muy poco flexibles a la baja, una elevación brusca del tipo de cambio (medido en términos de cantidad de moneda nacional por unidad de moneda extranjera) provocará un aumento de los precios de las importaciones con las consiguientes presiones inflacionarias internas. Por su parte, una caída del tipo de cambio puede provocar efectos negativos sobre el nivel de empleo.

Aun si las autoridades decidiesen no intervenir en el mercado y aceptar las consecuencias de las variaciones cambiarias, la economía no estaría aislada de las influencias externas. En un caso como éste, efectivamente el tipo de cambio equilibraría la balanza de pagos en el sentido de que no variarían las reservas internacionales oficiales, es decir, aquéllas en manos de las autoridades monetarias. Pero esto no asegura que haya equilibrio tanto en el balance en cuenta corriente como en el balance en cuenta de capital. El caso más general será aquél en el cual el tipo de cambio logre equilibrar la balanza de pagos, pero con desequilibrios compensados entre sí en la balanza corriente y en la balanza en cuenta de capital. Siendo la balanza en cuenta corriente el pertinente para el gasto global de la economía, un desequilibrio en éste afectará dicho gasto global, y, en consecuencia, afectará el funcionamiento interno de la economía.

A mayor abundamiento, si bien las reservas del sector oficial se mantienen constantes, el sector privado puede desear aumenar o reducir sus propias tenencias de moneda extranjera, afectando así en la dirección opuesta su demanda de dinero. De este modo, si bien la oferta de dinero en la economía puede no variar en razón de la invariabilidad de las reservas externas de las autoridades monetarias, los cambios en la *demanda* de dinero que ocurren como contrapartida a cambios en la demanda de moneda extranjera por el sector privado producirán sobre la economía efectos similares a los que ocurrirían si la oferta de dinero cambiase. En efecto, cuando la autoridad monetaria acumula reserva, expande la oferta de dinero. Cuando es el sector privado el que acumula moneda extranjera, lo hará reduciendo sus demandas de otros activos, principalmente dinero doméstico. Frente a una oferta de dinero dada, una reducción de su demanda equivale a una mayor presión sobre

los bienes disponibles, de la misma manera que ocurriría con un aumento de la oferta de dinero, manteniéndose constante la demanda.

En este punto, conviene poner énfasis en la diferencia entre dos conceptos de déficit o superávit de la balanza de pagos: el déficit o superávit en términos de obligaciones oficiales, que es el concepto que se maneja corrientemente, y el déficit o superávit en términos de liquidez. Este segundo incluye como pasivos externos de un país no solo las obligaciones respecto de las autoridades oficiales, sino el total de las obligaciones de corto plazo con el exterior. Esta diferencia es especialmente importante para un país cuya moneda es considerada como moneda de reserva o, al menos, como moneda de uso aceptado en el comercio internacional. Podría ocurrir, por ejemplo, que mientras las autoridades mantienen inalterables sus reservas netas, el sector privado esté alterando las suyas, con las consecuencias que ya se han señalado, y la flotación cambiaria no puede asegurar que tal cosa no ocurrirá. En un caso como éste, el país cuya moneda se use como reserva registrará un equilibrio en su balanza de pagos medida en términos de obligaciones oficiales, ya que sus pasivos frente a las autoridades monetarias externas se han mantenido inalterables. Pero, en cambio, la balanza de pagos medida en términos de liquidez puede mostrar un déficit si el sector privado está acumulando moneda de reserva en el exterior, o puede mostrar un superávit si es que el sector privado está desacumulando moneda de reserva, es decir, reduciendo sus tenencias de ella en el exterior.

Mientras más importantes sean las tenencias privadas de activos internacionales, probablemente mayor será la importancia cuantitativa que pueden tener los cambios en la demanda privada de reservas. Para dar una idea de la importancia creciente de las tenencias privadas, baste señalar que los residentes de países latinoamericanos no exportadores de petróleo mantenían en bancos del exterior depósitos y otros activos por valor de 3.800 millones de dólares a fines de 1974, cifra que llegó a 9.200 millones de dólares a fines de 1976.<sup>7</sup> Estas cifras no incluyen las tenencias de reservas oficiales en moneda extranjera de estos países.

Para el mundo occidental, en su conjunto, las tenencias privadas de liquidez internacional, que alcanzaban a 24.000 millones de dólares en 1964, representaban un tercio de las reservas oficiales totales. En 1973 llegaban a los dos tercios, y excedían por mucho las reservas oficiales de los países en

<sup>7</sup> Cifras estimadas sobre la base de informaciones publicadas por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) de Basilea, Suiza.

cuyas monedas se mantenían las tenencias privadas, alcanzando éstas unos 125 mil millones de dólares.<sup>5</sup>

Estos dos conjuntos de cifras no son estrictamente comparables, ya que los referentes a los países occidentales incluyen las tenencias privadas en oro, mientras que las cifras referentes a los depósitos de latinoamericanos en bancos del exterior no las incluyen. En todo caso, no es sorprendente el fuerte incremento de las tenencias privadas de moneda extranjera, ya que la propia flotación de las monedas principales genera una necesidad de intervención privada en los mercados. Para realizar tal intervención, el sector privado necesita acumular divisas, de la misma manera que lo hace la autoridad monetaria cuando corresponde a ella la responsabilidad de intervenir.

## 5. LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES DE CORTO PLAZO

La importancia de los movimientos de capitales de corto plazo, que corresponden en el fondo a cambios en la composición deseada de la cartera de activos y pasivos de las unidades económicas, obliga a concentrar la atención intelectual en tales cambios, sus causas y sus consecuencias. Por mucho tiempo, los análisis económicos del comercio exterior ignoraron la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Algunos movimientos de capitales se clasificaron como "autónomos" y, por tanto, poco aptos para ser explicados utilizando variables económicas, mientras que otros se clasificaron como "compensadores" y, por consiguiente, poco interesantes para el análisis económico. Sin embargo, en los últimos años, los economistas han vuelto a poner su atención en este campo y han hecho algunos avances. Por ejemplo, se han explorado teóricamente casos en los cuales las tasas de interés pueden moverse de tal modo que los movimientos de capitales, en vez de contribuir al equilibrio de la balanza de pagos, la desequilibran aún más, dependiendo de cuáles sean las elasticidades ingreso del ahorro y de la demanda de dinero.

En mi opinión, el problema de los movimientos de capitales de corto plazo, y sus posibles efectos desequilibradores, es especialmente serio en países cuyas exportaciones son poco diversificadas y experimentan fluctuaciones relativamente bruscas. Para comprender este punto, conviene formalizar de manera muy simple las relaciones entre tasa interna y externa de interés cuando existen expectativas de variación en el tipo de cambio. Supongamos que un individuo que posee 100 unidades de moneda extranjera las invierte en un país en desarrollo. Obtendrá por ellas en un período  $100 T (1 + i)$ , en que  $T$  es el tipo de cambio medido en términos de moneda nacional por

<sup>5</sup> IMF Annual Report, 1974, p. 44.

unidad de moneda extranjera en el momento de hacer la conversión, e  $i$  representa la tasa de interés doméstica nominal vigente en ese momento para el período correspondiente. Si se espera que el tipo de cambio varíe en el período de la inversión, al final de dicho período el inversionista podrá retirar

$$\frac{100 T (1 + i)}{T (1 + t)}$$

en que  $t$  representa la tasa esperada de variación del tipo de

cambio en el período. Este rendimiento deberá compararlo el inversionista con aquél que obtendría invirtiendo en moneda extranjera en vez de moneda nacional. Supondremos que por tales inversiones puede obtener una tasa de interés  $r$ . Si no hay diferencias de riesgo entre una inversión y la otra, al in-

versionista le dará lo mismo cualquiera de ellas si  $\frac{i - t}{1 + t} - r = 0$ . Si la dife-

rencia entre ambas fuese positiva, se preferiría hacer la inversión en moneda nacional y se provocaría una afluencia de capitales. Si la diferencia fuese negativa, se preferiría la inversión en moneda extranjera y se produciría una salida de capitales.

Nótese que la diferencia entre el rendimiento en moneda nacional y extranjera no depende únicamente de las tasas de interés nominales sino también de cuáles sean las expectativas acerca del tipo de cambio, y de aquí surgen problemas que pueden llegar a ser serios. Supóngase, por ejemplo, un aumento de los precios internacionales de los productos que vende el país en desarrollo en cuestión, aumento que genera un superávit en su balanza de pagos. Este superávit provocará expansión monetaria y algún grado de inflación interna, con lo cual la tasa nominal interna de interés tenderá a elevarse aun cuando la real, es decir la nominal depurada de los incrementos de precios internos, pueda mantenerse constante y hasta reducirse. Mientras exista el superávit de la balanza de pagos, las expectativas sobre el tipo de cambio podrían ser de que éste no variará (o bajará). Si se estaba inicialmente en una situación de equilibrio, entonces el aumento de la tasa nominal de interés, unido a la expectativa de no variación de tipo de cambio, generará un flujo de capitales hacia el país en cuestión, que incrementará el superávit de la balanza de pagos y reforzará las expectativas de no incremento o aun reducción en el tipo de cambio, provocando un efecto creciente de estímulo a la afluencia de capitales. Las expectativas acerca de reducción del tipo de cambio, ya sea en términos reales en relación con los precios internos o hasta en términos nominales, no ayudarán mucho al equilibrio de la balanza de pagos en el corto plazo, ya que tanto las importaciones como las exportaciones no reaccionan de inmediato a las variaciones cambiarias. Particularmente, las exportaciones son lentas en reaccionar.

Si la autoridad monetaria decidiese no intervenir en el mercado y dejar que el precio de la moneda extranjera se estableciese libremente, las variaciones que podrían provocarse en tal precio podrían ser muy violentas y el tipo de cambio perdería mucho de su utilidad como indicador para la asignación de recursos. Por ello, la intervención de la autoridad es casi inevitable, pero ella debe tener sumo cuidado de combinar la política cambiaria con la política de tasas de interés, de manera de intentar, al menos, aminorar el tipo de efectos que hemos descrito.

Resulta útil pensar, como algunos lo han hecho, en una teoría de las paridades de las tasas de interés, así como hay una teoría de la paridad del poder de compra, para explicar los tipos de cambio internacionales. La "tasa de interés de paridad" se desprende muy simplemente del análisis anterior, y debe tomar en cuenta las variaciones esperadas en el tipo de cambio. En rea-

lidad, para igualdad de riesgos, el equilibrio se obtendrá cuando  $r = \frac{i - t}{1 + t}$ .

Naturalmente, no es posible conocer cuál es la tasa esperada de variación cambiaria, pero mi impresión, después de haber observado la economía desde un banco central, es la de que la autoridad tiene una idea bastante aproximada de lo que dicha tasa puede ser, y esa idea aproximada puede servir como indicador razonable mientras no se disponga de estimaciones más sofisticadas, que a veces contienen errores mayores. En todo caso, la expresión anotada más arriba permite estimar cuál debería ser la tasa esperada de variación cambiaria para que la tasa de interés interna estuviese a la "par" de la externa. Dicha estimación puede evaluarse a la luz de otros antecedentes para determinar cuán lejos está de lo que podría ser una apreciación más realista. Por supuesto, la expresión señalada puede complicarse *ad infinitum*, reemplazando, por ejemplo, la tasa esperada por una cierta distribución de probabilidad, o introduciendo diferencias en las tasas para prestar y tasas para pedir prestado. Sin embargo, la forma simple utilizada permite arrojar suficiente claridad sobre el problema en discusión.

Tal vez convenga ahora recapitular los puntos principales que he tratado de exponer. El sistema de Bretton Woods contenía tres asimetrías principales: una asimetría de ajuste, una asimetría de intervención y una asimetría en la generación y distribución de liquidez internacional. Estas tres asimetrías se hicieron cada vez más evidentes, a medida que la economía mundial se apartaba de las condiciones que existían después de la Segunda Guerra Mundial. Los problemas de desconfianza en el futuro de la convertibilidad del dólar en oro, uídos a la gran expansión de los mercados de euromonedas generaron la posibilidad de grandes movimientos de capitales que hicieron

imposible la mantención de las tasas de cambio fijas. Sin embargo, la flotación de las monedas principales no logra aislar las economías nacionales de los países de las influencias del exterior, tanto porque las autoridades continúan interviniendo en los mercados, como porque, aun si no lo hiciesen, hay diversos mecanismos a través de los cuales los desequilibrios externos se transmiten a la economía nacional. Particularmente importante es el papel que juega el sector privado al acumular o desacumular activos sobre el exterior, generando presiones sobre los otros mercados internos como consecuencia. Los cambios en la composición de la cartera de activos y pasivos del sector privado desempeñan así un papel muy importante en la transmisión de los desequilibrios, de modo que las autoridades monetarias necesitan prestar atención especial a los elementos que influyen en tal composición, entre ellos las tasas de interés internas comparadas con las externas, teniendo presente los efectos de las tasas de variación esperadas en los tipos de cambio.

Algunas ideas que he planteado son ya de aceptación generalizada o relativamente generalizada entre los economistas. Otras están todavía en la etapa de hipótesis que deben someterse a ulteriores pruebas, pero me he atrevido a exponerlas porque los primeros resultados de las pruebas realizadas son favorables. El período actual de flotación de las monedas es aún relativamente corto, y la información disponible sobre tenencias de monedas extranjeras por parte del sector privado es incompleta para permitir una evaluación acabada. Pese a ello, espero que los comentarios hechos ayuden a pensar en un problema que ha de afectarnos todavía por mucho tiempo. Naturalmente, los problemas que he mencionado se agravaron con el aumento de los precios del petróleo, al acentuarse los desequilibrios de las balanzas de pagos entre los países y al tener que manejarse a través del sistema bancario internacional volúmenes de recursos sin precedentes, pero discutir este tema tomaría probablemente un tiempo más largo del que puedo pedirle a la paciencia de ustedes.

¿Qué podemos esperar del sistema monetario en un nuevo Orden Económico Internacional?

Me parece que la discusión precedente indica al menos dos áreas claves de acción.

La primera es la eliminación de las asimetrías que caracterizaron al sistema de Bretton Woods y que provocaron su caída. Las asimetrías de ajuste, de intervención y de creación de liquidez.

Un nuevo sistema monetario debería contener incentivos y disuasivos equilibrados, que estimulen la colaboración en materia de ajuste aplicándose

tanto a países deficitarios como superavitarios. Debería permitir a cada país determinar libremente su tipo de cambio, dentro de los límites que impone la obligación de colaborar para producir un proceso de ajuste expedito y no traumático. Debería asegurar un mecanismo de creación de liquidez internacional conscientemente regulado para asegurar un crecimiento sin trabas en el comercio internacional, un estímulo a la reducción de las restricciones al comercio y una minimización de los movimientos desequilibradores de capitales. La segunda área de acción es la que se refiere a las transferencias de recursos reales entre países. El sistema debería facilitar tales transferencias cuando la comunidad internacional así lo acuerde.

Estos objetivos podrían cumplirse si se dan tres condiciones en el nuevo sistema monetario que se establezca:

- i. Si los derechos especiales de giro llegan a ser efectivamente el centro del sistema monetario, como ya lo han acordado tanto el Comité de los Veinte como el Comité Interino de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional,
- ii. Si los derechos especiales de giro pudiesen transarse también en el sector privado, y no exclusivamente entre bancos centrales, y entre ellos y el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, a la vez que se dispone una regulación internacional de otras formas de generar liquidez pública o privada,
- iii. Si los derechos especiales de giro que se creen se distribuyen entre los países de tal modo que se consideren en dicha distribución las transferencias de recursos reales acordadas por la comunidad internacional, así como la necesidad de colaboración internacional en el proceso de ajuste.

De cumplirse estas tres condiciones, se eliminarían las tres asimetrías. En efecto, si en la distribución de DEG se toma en cuenta el estímulo a la colaboración, podría vincularse la asignación de ellos a cada país a la colaboración que esté prestando para el ajuste. Con ello, habría un incentivo aplicable por igual a países superavitarios o deficitarios.

Si los DEG estuviesen en el centro del sistema y pudiesen transarse también en el sector privado, los tipos de cambio de las monedas se establecerían mediante la intervención hecha con DEG. Los DEG pasarían así a jugar un papel de moneda internacional, con lo cual tendríamos  $n$  países,  $n + 1$  monedas y por tanto  $n$  tipos de cambio. De esta manera, podría evitarse la asimetría de intervención, y todos los países actuarían en el mercado.

Si se regula apropiadamente la creación de DEG, así como las otras formas de proveer liquidez internacional, del mismo modo que se controla la expansión de liquidez doméstica, se habrá limitado el campo a los movimientos violentos de capitales.

Por otra parte, si en la distribución de los DEG entre países se toman en cuenta las transferencias deseables de recursos entre ellos, se habrá establecido un mecanismo para garantizar que las transferencias acordadas internacionalmente se hagan realidad.

El cumplimiento de las tres condiciones señaladas es hoy economía-ficción. No solo no se acerca el mundo al objetivo, ya acordado internacionalmente, de hacer de los DEG el centro del sistema, sino que más bien se aleja de él.

La flotación de las monedas y las necesidades consiguientes de intervención promueven la demanda de monedas de reserva, y no de DEG. Pero el no sistema actual contiene tales fuentes de inestabilidad que hay un grado creciente de insatisfacción, tanto en algunos gobiernos como entre los banqueros. Esta insatisfacción creciente podría eventualmente abrir la posibilidad política de un nuevo sistema que concilie mejor el interés de las naciones, y que asegure una mejor distribución de los resultados de la economía mundial. La eliminación, o la reducción, de la importancia de las fuentes de inestabilidad monetaria en el nuevo sistema contribuiría grandemente a la estabilidad de los tipos de cambio.

¿Interesa todo esto a la América Latina, la clase media de la economía mundial? Me parece que la respuesta ha de ser positiva. Los desequilibrios y la inestabilidad actual promueven las tendencias proteccionistas en los grandes mercados mundiales, toda vez que los países no están dispuestos a aceptar las consecuencias internas de la fluctuación de sus monedas. El futuro crecimiento económico de la América Latina está vitalmente ligado a la expansión de sus exportaciones, y a ella también se vinculan sus posibilidades de financiamiento externo adicional. Por esto, interesa mucho a la América Latina que se remuevan del sistema monetario internacional las fuentes de inestabilidad, estimulando una expansión sostenida del comercio. Además, tanto o más que el acceso a crédito de corto o mediano plazo en el mercado de euromonedas, interesa a la región el acceso a los mercados de capitales de los países económicamente más adelantados, para la obtención de recursos a plazos mayores. La inestabilidad hace más reticentes a los países acreedores, lo que dificulta la eliminación de las barreras de acceso a los mercados de capitales de esos países.

Finalmente, la inestabilidad dificulta, hasta hacer extremadamente difícil, la integración y la cooperación entre los países. La experiencia europea está a la vista, y también algunas de nuestras experiencias integracionistas. Las economías sujetas a fuertes fluctuaciones en su sector externo sufren tal cambio de condiciones que difícilmente pueden adquirir compromisos en el plano arancelario, cambiario, de las inversiones extranjeras o de la complementación económica. La inestabilidad externa es una poderosa fuerza centrífuga, más poderosa que los sueños visionarios de los libertadores, y que los esfuerzos inspirados de los estadistas. Y sin embargo, la integración, una vez perfeccionada, tiende a disminuir las fluctuaciones en el sector externo de los países integrados. Un sistema monetario más estable también facilitaría la integración, generando así una dinámica crecientemente estabilizadora.