

# DINERO INTERNACIONAL, CREDITO Y DEG

Examen de las principales cuestiones que surgen de una conferencia del FMI celebrada en marzo de 1983.

Wm. C. Hood

*El derecho especial de giro fue ideado en los años 1960 y quedó estatuido oficialmente en la primera enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo, que entró en vigor en 1969. La enmienda autorizó al Fondo a asignar DEG "para hacer frente a la necesidad, en cuanto se presente, de un suplemento a los activos de reserva existentes". Mucho ha cambiado en el mundo de las finanzas desde entonces: el patrón de cambio oro ha sido abandonado y reemplazado por un sistema de flotación regulada entre las principales monedas, junto con varias formas de vinculación del tipo de cambio; se han desarrollado vigorosamente los mercados internacionales de capital; la gran inflación de los años 1970 y primeros 1980 ha arrasado el mundo y se ha soportado la convulsión causada por el enorme aumento de los precios de la energía.*

*El mundo está buscando ahora una medida de estabilidad tras estos turbulentos sucesos, mientras lucha con el desem-*

*pleo y las deudas que han quedado en su estela. Muchas facetas de nuestros acuerdos internacionales se han estado sometiendo a revisión. El papel del DEG es sólo una de ellas. Si bien el DEG en sí mismo no es una característica prominente de los actuales acuerdos monetarios internacionales, los participantes en la conferencia sostuvieron que la consideración de su posible función lleva a examinar muchos aspectos de las relaciones económicas internacionales y de las políticas internas contemporáneas.*

*Los estudios que se presentaron en la conferencia abarcaron en consecuencia una amplia gama de temas —más amplia de lo que se puede reseñar en esta exposición más bien breve—. Un tema particular emerge sin embargo especialmente entre ellos, y es que el futuro del DEG como moneda mundial ni es inminente ni está garantizado. Depende de: (1) el logro de tipos de cambio más estables que los que han caracterizado el mundo en los últimos años; (2) el desarrollo de activos y pasivos denominados en DEG en los mercados privados de capital; y (3) la aceptación por parte de las autoridades nacionales de una función más importante del Fondo como banca central.*

## INESTABILIDAD

### DEL TIPO DE CAMBIO

*Con la iniciación de la inflación en los*

FUENTE: Revista Finanzas y Desarrollo

---

---

primeros años 1970 y las presiones sobre los tipos de cambio inducidas por las diferencias en las tasas de inflación entre los países, surgió un deseo generalizado de dirigir las políticas monetarias nacionales hacia la restricción de los aumentos de los precios internos.

Este punto de vista suponía que había que dar menos peso a la compra (o venta) de monedas extranjeras con el fin de estabilizar el tipo de cambio, y, de acuerdo con ello, debería dárseles a los tipos de cambio mayor libertad de movimiento. Esta opinión dio las razones fundamentales para la adopción generalizada de tipos flotantes durante ese período. La íntima relación entre estabilidad del valor interno de una moneda y su valor externo era algo reconocido, desde luego, pero se pensaba que las políticas monetarias no podrían hacer frente de manera adecuada a las fuerzas inflacionarias internas, y que en verdad podrían estimularlas si se mantenían centradas en el nivel del tipo de cambio.

En el decenio pasado de los tipos flotantes, tiene que haber habido constantemente considerable preocupación con lo que se ha tenido como inestabilidad excesiva de los movimientos del tipo de cambio. El establecimiento del Sistema Monetario Europeo fue una respuesta a esta preocupación. (Véase el artículo por Horst Ungerer en el número de junio). El SME se fundamentó en una gama más amplia de inquietudes que en la ansiedad simplemente en cuanto a la inestabilidad de los tipos de cambio entre ciertas monedas europeas, pero produjo cierto grado de estabilidad del tipo de cambio entre las monedas de los países particulares. También dio nacimiento a una nueva e importante unidad monetaria compuesta, la unidad monetaria europea. Varios de los que contribuyeron a la Conferencia del Fondo hicieron notar los paralelos y diferencias entre la UME y el DEG y trataron de vincular las implicaciones

de la experiencia con la UME con el futuro del DEG.

Durante una fase del período de tipos flotantes, en especial cuando el dólar de los EE.UU. estuvo comparativamente débil, hubo una disposición creciente de parte de grupos oficiales tanto como privados, a diversificar sus tenencias de reservas entre monedas importantes. Esta tendencia fue facilitada por la creciente madurez de los mercados internacionales de capital. Sin embargo, a medida que aumenta la posición de reserva de monedas tales como el marco alemán y el yen japonés, se fueron suscitando temores de que el cambio de las reservas de una moneda a otra pudiera dar lugar a movimientos innecesarios e inoportunos de los tipos de cambio.

Como respuesta a esta inestabilidad, se ideó un servicio de sustitución del Fondo. La cuenta de sustitución que fue propuesta por el Fondo hubiera permitido a los tenedores oficiales de dólares cambiar dólares por DEG. Una contribución incidental, si bien no carente de importancia, del servicio se pensó que sería un uso más amplio del DEG en el sistema y una mayor familiaridad con su potencial como un activo internacional principal. La propuesta que recibió más sería consideración habría permitido que el DEG sustituyera a las monedas en una ocasión solamente y sólo habría permitido que se presentara para sustitución una moneda, el dólar. A tenor de la propuesta, los tenedores oficiales no tenían obligación de utilizar el servicio, y a los grupos privados no se les ofrecía la oportunidad de adquirir DEG por intermedio del servicio.

Estas limitaciones a la operación de la cuenta de sustitución parecen ahora, mirando en retrospectiva, más dicentes que en los últimos años 1970 por la época en que se estuvo considerando seriamente el asunto. Entonces, la cuestión técnica de cómo mantener saldos en una cuenta cuyos activos

---

---

y rendimientos estaban denominados en dólares y cuyos pasivos y gastos estaban denominados en DEG pareció más formidable. En todo caso, el interés en la idea menguó a medida que se fortalecía el dólar de los EE.UU. y volvió a ganar consideración la opinión de que hay fuerzas más fundamentales que la diversificación de las tenencias de moneda de reserva que determinan los movimientos de los tipos de cambio. Este historial fue examinado y comentado en algunos de los estudios antes de la conferencia.

### INTERVENCION

Ha habido otras respuestas a la inestabilidad de los tipos de cambio durante el período de flotación, pero hasta ahora no han generado un mayor uso del DEG en el sistema. Una ha sido la permanente práctica de las autoridades de intervenir en los mercados cambiarios haciendo compras o ventas oficiales de divisas con el fin de aportar estabilidad temporal por lo menos a los mercados cambiarios —“para mantener condiciones ordenadas”—, como lo diría la frase convencional. Ha habido notorio interés en intervenciones en este período, un interés que se refleja en los estudios de la Conferencia. Aunque algunos países han pensado a veces que la intervención oficial no era normalmente productiva o —peor todavía— que era contraproducente, la práctica ha seguido siendo no obstante generalizada.

Los aspectos técnicos en esta materia, en especial el papel de la intervención esterilizada frente a la no esterilizada, han sido estudiados en forma amplia. La primera exige que las autoridades inviertan el efecto sobre su base monetaria interna de cualquier compra o venta de divisas. La intervención no esterilizada, por otra parte, deja que los efectos de las transacciones cambiarias oficiales fluyan a través de la base monetaria. Desde luego, si el objetivo de un país

al adoptar un tipo de cambio flotante es permitir que la política monetaria se centre principalmente en objetivos de política interna, entonces la intervención general no esterilizada en el mercado cambiario podría frustrar tal objetivo. Las diferencias de los puntos de vista oficiales sobre los méritos de la intervención han llevado a un estudio especial del tema por parte de las autoridades de los principales países industriales, el cual fue puesto en circulación poco después de la Conferencia.

La práctica continuada de intervenciones en el mercado cambiario ha conducido al uso y necesidad permanentes de las reservas oficiales. En los estudios ante la Conferencia se prestó atención a la demanda como también a la oferta de reservas. Sobre la demanda de reservas hubo considerables deliberaciones sobre la diferencia, o más exactamente sobre la falta de diferencia, como lo revelan al análisis econométrico, en los determinantes de la demanda de reservas en el período de flotación generalizada en comparación con el período anterior. Sobre la oferta de reservas, varios estudios comentaron sobre las mayores posibilidades abiertas a los países para que aumenten las reservas mediante empréstitos en los mercados internacionales de capital hoy muy ampliados. En verdad se hizo referencia a los aparentes excesos de estos últimos en ofrecer y luego en amenazar con restringir el acceso a la liquidez. También se alegó que el mejoramiento de la liquidez del sistema monetario internacional el evolucionar los mercados de capital, ha disminuido la presión para proporcionar liquidez en forma de DEG.

Otras respuestas a la inestabilidad de los tipos de cambio en este período de flotación ha sido tratar de lograr coordinación adecuada de las políticas entre los países. Un campo en el cual la búsqueda de coordinación ha sido especialmente perseguida es el de política de intervención

---

---

que se acaba de exponer. Ello no ha sido fácil, pues el hecho de que los países discreparan en sus puntos de vista en cuanto a la eficacia de la intervención, ha llevado al sentimiento de parte de los "intervencionistas" de que sería útil que los "no intervencionistas" emprendieran actuaciones correspondientes y, en menor grado, al sentimiento de parte de los "no intervencionistas" que sería mejor que su práctica fuera emulada más ampliamente. Sin embargo, la búsqueda de coordinación se extiende en un campo mucho más amplio que el de la intervención en el mercado de cambios.

#### LA FLOTACION Y EL DEG

Con el abandono del sistema de Bretton Woods de tipos de cambios fijos y el advenimiento de la libertad de los miembros del Fondo de adoptar los regímenes del tipo de cambio de su elección, se advirtió una falta de disciplina en el sistema monetario internacional. Esta era la disciplina que venía del compromiso al tipo de cambio fijo, y la consiguiente necesidad de ajustar las políticas, especialmente la monetaria, para defenderlo. Se ha hecho un importante esfuerzo para reemplazar esta disciplina de coordinación con un compromiso de respaldar la supervisión de los tipos de cambio llevada a cabo más que todo por intermedio del Fondo. Efectivamente, el Fondo ha sido encargado explícitamente de mantener dicha supervisión por su Convenio Constitutivo revisado. La Conferencia no se extendió mucho sobre el asunto, pero los oradores señalaron que la insistencia en la supervisión en las circunstancias del período de flotación, ha dado a las actividades del Fondo un acento que no ha sido propicio a la ulterior evolución del DEG como activo monetario internacional, sino más bien al contrario.

En buena parte del período de tipos flotantes, el mundo ha sufrido niveles de inflación muy altos. Asimismo, en este

período, los superávits mundiales de balanza de pagos han estado concentrados en los países productores de petróleo y han estado muy generalizados los déficits de balanza de pagos. Cada uno de estos aspectos de la situación ha tenido un efecto negativo sobre el desarrollo del DEG de las maneras siguientes:

En una época en que, en sus muchas actividades de supervisión, el Fondo ha estado urgiendo a sus miembros a que resistan la inflación y establezcan la estabilidad monetaria interna, por el interés internacional general, ha parecido especialmente impropio el emprender un nuevo programa de asignaciones de DEG. De acuerdo con ello, cuando se aproximaba el momento de considerar un programa de asignación de DEG para el llamado cuarto Período Básico (que habría de empezar el 1o. de enero de 1982 y tener una duración de cinco años), no hubo consenso general a favor de las asignaciones y no se ha hecho todavía ninguna en este período básico actual.

La predominancia de los déficits de balanza de pagos, muchos de ellos de carácter estructural permanente, ha significado que el acento en las actividades del Fondo ha estado sobre la provisión de crédito condicional con supervisión muy estrecha de los programas económicos de los países miembros que estén utilizando los recursos del Fondo. En esta atmósfera, la creación de líneas de crédito incondicionales, que serían en efecto el resultado de las asignaciones de DEG, es algo que ha parecido especialmente inadecuado. Igualmente, esta atmósfera no fue tampoco favorable a la idea de un vínculo formal entre la asignación de DEG y la provisión de ayuda a los países en desarrollo, y es este un tema que no se ha abordado gran cosa; ciertamente no fue una de las cuestiones tratadas en la Conferencia.

#### MAYOR ESTABILIDAD

Por las dos razones mencionadas, el

---

---

período de flotación, si bien ha generado inquietudes acerca de la variabilidad de los tipos de cambio y dado lugar a acentuar la supervisión con el fin de moderar las variaciones o niveles de los tipos de cambio que se han considerado excesivos, no ha favorecido la expansión de la disponibilidad de los DEG en el sistema. Sin embargo, ahora que se presenta más estabilidad interna y que las tasas de inflación de los principales países industriales están convergiendo hacia niveles inferiores, se está dando más bien mayor importancia al examen de las maneras de adaptar el propio sistema del tipo de cambio de modo que se induzca más estabilidad de los tipos de cambio.

Desde luego, se reconoce que la estabilidad del sistema está amenazada por factores diferentes a las disparidades en inflación y tasas de interés entre los países. Por ejemplo, una recuperación fallida en los principales países debida a mayor presión sobre los países en desarrollo fuertemente endeudados, podría trastornar la estabilidad naciente. Pero hay un interés creciente en buscar cómo reforzar la estabilidad que surge mediante un mayor compromiso en la estabilidad del tipo de cambio por parte de los países más importantes. Queda por ver si tal cosa se logra mejor insistiendo permanentemente en la política monetaria sobre objetivos internos o dando renovada importancia a los tipos de cambio al determinar la política. Tal vez el criterio sea que la política en los centros de reserva deberá seguir centrada en objetivos internos en tanto que otros países deberán dar mayor peso explícito al tipo de cambio en sus determinaciones de política.

Las opiniones expuestas en la Conferencia discreparon en cuanto a si es más probable que se presente mayor estabilidad de los tipos de cambio en razón de una calma general del sistema mediante el logro simultáneo en muchos países de una mayor

estabilidad interna, o bien, después de un período de paralización de los acuerdos actuales, debido a un compromiso general en tipos más o menos fijos efectuado como un acto deliberado de reconstrucción. Pero no hubo grandes diferencias en cuanto a la opinión de que el DEG evolucionaría más probablemente en un sistema integrado mediante tipos de cambio relativamente fijo y que tenga un alto grado de estabilidad, independientemente de la manera como se pudiera establecer tal sistema.

Sin embargo, incluso en un sistema semejante, no hay garantía de que progrese el DEG. En los materiales de la Conferencia se citaron dos razones para ello, la una amplia y la otra muy específica. La razón amplia fue que el grado hasta donde el DEG fuera convertirse en moneda mundial, de tenencia generalizada y de uso general en transacciones internacionales, su apropiada gestión en interés de la estabilidad monetaria mundial exigiría cierta centralización explícita del control sobre la política monetaria, esto es, un traslado de dicho control de las autoridades monetarias nacionales al Fondo. Se indicó sí que el respaldo general a un traslado semejante podría no ser algo próximo.

La razón muy explícita de que el DEG podría no florecer, es que sus potenciales tenedores y usuarios tendrían generalmente el sentimiento de que sería más barato y más cómodo de usar que valerse de alguna cesta similar que pudieran poner a disposición emisores privados, o ciertamente que el uso de una moneda nacional. Se expresaron dudas sobre si se podría cumplir esta condición.

#### CONDICIONES PREVIAS PARA EL USO MAS GENERAL DEL DEG

Hubo un amplio acuerdo entre los oradores que abordaron el tema de que de las condiciones técnicas previas que se tendrían que cumplir antes de que el DEG

---

---

podiera llegar a la posición de un activo monetario principal del sistema, dos eran de especial importancia.

La primera de tales condiciones previas sería el uso generalizado del DEG, no solamente entre los tenedores oficiales sino también en las economías privadas del mundo. Una moneda nacional solamente se vuelve internacional si se la utiliza extensamente como unidad de cuenta para facturaciones del comercio y la denominación de deudas y otros contratos, y si existen amplias facilidades para endeudamiento, préstamos o depósitos en esa moneda. Análogamente, el DEG sólo puede alcanzar posición de moneda internacional de importancia si se le utiliza extensamente en el sector privado. Naturalmente, todos los del sector privado que deseen pagar bienes, depositar dinero u obtener préstamos en DEG no necesitan tener cuentas en DEG en el Fondo, pues ya no se exige esto como tampoco se exige que todos los usuarios de dólares de EE.UU. tengan que tener cuentas en un Banco de la Reserva Federal. Pero los bancos centrales nacionales y otras instituciones financieras deben dar oportunidad de que se efectúen transacciones financieras en DEG.

Esta manera de pensar lleva a la segunda condición previa técnica para la graduación del DEG a una situación de moneda principal. Debería haber una "conexión" entre los DEG emitidos por el Fondo y los emitidos por las autoridades o por grupos privados en cada país. En términos más concretos, debe haber una red de cuentas de compensación. Así por ejemplo, las autoridades monetarias nacionales podrían suministrar cuentas de compensación en DEG para los bancos dentro de sus jurisdicciones, en tanto que el Fondo proporcionaría acuerdos de compensación para las autoridades monetarias nacionales.

Los participantes en la Conferencia pensaban que debido al considerable período

de evolución que se requeriría para que se cumplieran estas condiciones previas y para que las autoridades nacionales estuviesen dispuestas a ceder al Fondo el necesario papel de banca central, era cosa remota, en el mejor de los casos, un oficio prominente del DEG como moneda internacional. Hubo no obstante un sentimiento general de que la creación del DEG había sido un acontecimiento importante y que se le debería conservar y perfeccionar. Se reconoció que desde su iniciación se habían hecho varios mejoramientos importantes en sus características y en las estipulaciones de su utilización, todo lo cual había realzado su atractivo como activo oficial de reserva. Se tuvo al parecer de que cuando los tiempos fueran propicios, se deberían hacer más asignaciones.

En los estudios de la Conferencia se examinaron también varias sugerencias prácticas de medidas que se podrían tomar, a medida que lo justifiquen las condiciones, para promover su aceptación y uso más generales. Una sería la de asistir a toda corporación u organización que deseara adoptar el DEG como unidad de cuenta, en los problemas técnicos a que podría dar lugar dicha adopción. Otra sería la de estimular la emisión privada de obligaciones denominadas en DEG tanto por parte de instituciones financieras como por otras. Otra más sería que el Fondo aprovechara toda oportunidad que se presentara para ampliar el uso del DEG en sus propias actividades y reducir el uso que hace de monedas nacionales. El Fondo también debería continuar estudiando las posibilidades de financiar sus propias actividades crediticias mediante la emisión de DEG y debería estimular el desarrollo de servicios en los países miembros que respondieran a una evolución semejante en los procedimientos del Fondo.

