



# **economía**

**Revista del Colegio  
de Graduados en  
Ciencias Económicas**

Publicación trimestral

Año LXI - Serie - VII - Nº 2

Abril - Junio de 1973

535



**EL FONDO DE LA  
CRISIS MONETARIA  
INTERNACIONAL**

**Guillermo Walter Klein**





## INTEGRACION

### 1. AGITADA GESTACION

Se habla de crisis monetaria. Se piensa en la inestabilidad de los tipos de cambio; en masivos movimientos de fondos a corto plazo que, vestidos de una moneda, cambian de vestimenta monetaria en enorme volumen y a grandísima velocidad; en la suba del precio del oro; en la falta de nivelación de los balances de pagos; en la suba persistente de todos los precios.

Al lado de esta agitada gestión monetaria se percibe un movimiento tranquilo de permanente crecimiento del comercio internacional, en especial el que vincula a los países industriales. Apenas si se notan oscilaciones no muy marcadas en esa poderosa progresiva confluencia de actividades y productos de las economías nacionales.

Ese parece ser el fenómeno substancial. Las alternativas monetarias se presentan como epifenómenos de menor importancia, algo así como fulguraciones eléctricas que acompañan la unión de grandes caudales de materia mientras su fusión es una única corriente homogénea todavía no se ha consumado y aún operan tensiones por diferente composición de elementos y diversa velocidad de desplazamiento. Aparecen como efectos de la imperfecta fusión.

Los factores principales de tensión pueden acaso identificarse. Los creo hallar en cierta desocupación, la inflación mundial y la indeterminación en las relaciones y las funciones de las monedas nacionales. Son, así lo creo, asuntos muy íntimamente vinculados y constituyen un único complejo de problemas. Su centro está ocupado por el desempleo presente o temido. Induce a la mayoría de los gobiernos a seguir orientaciones de política monetaria y fiscal expansivas que recíprocamente se multiplican. Eso se traduce en inflación. La misma preocupación incita a los gobiernos a tratar de lograr el superávit en la balanza de prestaciones de sus países y como consecuencia inmediata aumentos de sus reservas. Como no todos pueden tener superávit al mismo tiempo, los gobiernos se crean recíprocas dificultades reales. La diversa intensidad de la inflación, el diverso signo de la balanza de prestaciones, acaso el anacrónico desarrollo de ciclos económicos, engendra relaciones cambiarias intrínsecamente inestables, aunque de hecho por varios procedimientos y artificios los cambios puedan quedar sujetos por cierto tiempo.

Son relaciones potencialmente conflictivas y pueden afectar, debilitar y quizás también hacer revertir el movimiento de integración e interpenetración de las economías nacionales - de las naciones industriales en primer término y, en perspectiva más lejana y etapas sucesivas, la incorporación de otras regiones a ese vértice dinámico central.

Los que creen que la integración es la línea de evolución a largo plazo, determinada por corrientes profundas y poderosas y que como tal es beneficiosa para la propia sociedad, buscarán la solución de las dificultades en orientaciones políticas que la promuevan. Los que no celebran la integración, sea que no les guste políticamente o que teman perder la propia identidad, o deseen postergarla hasta que aflore una distribución distinta de la potencialidad económica entre las distintas regiones del mundo, o sientan que los factores de disociación son por ahora más fuertes que los aglutinantes, propugnarán orientaciones que acentúen la independencia y desconexión de las decisiones regionales.

Los primeros se inclinarán por todo lo que conduzca a un régimen sostenible de cambios fijos, variante de la moneda única. Los segundos, con la misma lógica, debieran preferir un régimen de cambios libremente fluctuantes, relación natural entre economías sólo ocasionalmente vinculadas. Caracteriza lo complejo de esas cues-

tiones que gobiernos que se suponen relativamente tibios frente a la integración, como el francés, muestren preferencia por los cambios fijos, mientras otros, comprometidos en pro de la integración, como el alemán y norteamericano, favorezcan los cambios flotantes. Como también reclaman para sí la libertad de los cambios flotantes, por razones circunstanciales pero también por convicciones de fondo, el gobierno inglés que mira la integración con algunas reservas, y el italiano, muy partidario de la integración.

Aquí expondré la tesis de un amigo de la integración.

## 2. TRAYECTORIA HISTORICA DE LA INTEGRACION

Me particularizaré con el mundo industrial sin considerar la integración a nivel mundial. Hay integraciones que se han venido operando históricamente por el juego de fuerzas de fondo, no todas conscientes, e integraciones que responden más bien a políticas deliberadas, sin una base similar. Ejemplo de la primera es la integración europea y en general la industrial; de la segunda parte de la ALALC, el Pacto Andino, los movimientos de integración africanos y otros. No basta el parecido cultural. Debe haber una base económica integrable por división transnacional del trabajo y recomposición de su producido por intercambio o coordinación de tareas.

Hace algunos años, Haberler señaló cómo en Europa la integración fue creciendo espontáneamente. Comienza con la integración interna de los nuevos estados nacionales, España, Inglaterra, Francia y mucho más tarde Italia y Alemania. Sigue con el período de libre comercio desde mediados del siglo pasado hasta 1914. Una tercera etapa se está cumpliendo entre 1948 y por lo menos 1971.

La primera etapa procede por tanteo inseguro e inconexo y dura largo tiempo. La segunda es mucho más decidida y breve, abarcando unos 60 años. La tercera ha durado ahora un cuarto de siglo.

Ha aparecido después de más de treinta años de profunda desarticulación. El repudio de ésta explica acaso la tranquilidad en medio de la cual se ha desarrollado. Esa integración ha estado acompañada de un aumento extraordinario de la riqueza colectiva y una elevación también extraordinaria del nivel de vida de las masas.

Frente a la vacilante integración de Europa, la de Estados Unidos estaba consumada con su nacimiento como país independiente

y ha jugado desde sus comienzos como estímulo y modelo de las integraciones europeas.

Hoy está a la vista la evolución integrativa transcontinental del mundo industrial por la acción espontánea de las personas y organizaciones de producción que actúan en las economías de las naciones industriales, seguida con algún atraso, pero seguida al fin, por los gobiernos.

### 3. MEDICION OBJETIVA DE LA INTEGRACION

La integración se puede comprobar objetivamente relacionando la tasa de crecimiento del intercambio con la de la producción. El intercambio es expresión de la división del trabajo. Si dos personas se dedican cada una a producir 100 de trigo y 100 de carne, sin tener ningún intercambio, producirán en conjunto 400. Si resuelven compartir tareas especializándose, produciendo el primero 200 de trigo y el segundo 200 de carne para cederse recíprocamente la mitad de su producto, el producto total seguirá siendo 400, pero habrá ahora un intercambio que en lugar de ser 0 será de 200. En la práctica la división de tareas y el intercambio de los productos permitirá producir más u holgar más.

En la década entre mediados de los años 50 y 60, el producto del mundo creció a una tasa anual de más o menos  $9 \frac{1}{2} \%$  y el comercio a la de  $12 \frac{1}{2} \%$ . Es una diferencia substancial. Y ésta es apreciablemente mayor si limitamos la comparación al mundo industrial.

Entre 1961 y 1971 el comercio interno del mundo industrial, que había sido de 37 % del intercambio universal en el primero de esos años, pasó a ser de 47 % en el último. En el mismo lapso el comercio mundial aumentó en 160 %, aumento del que sólo una parte menor es inflación. El comercio entre países industriales se ha intensificado pues mucho más.

### 4. SIGNIFICACION Y CONSECUENCIAS

La integración industrial no sólo se va realizando en el mercado común europeo de cuya política es el fin declarado. Es igualmente palpable en varios pequeños países que cuidan celosamente su autonomía política. En 1972 Suiza envía al mundo industrial el 73 %

de su exportación y se surte allí del 75 % de su importación. Austria envía el 72 y compra el 81 %; Suecia el 70 y 88 % respectivamente.

Y ello no es así por el tamaño relativamente reducido de sus economías. De las dos potencias comerciales mayores del mundo, Estados Unidos coloca entre países industriales el 61 % de su exportación y busca en ellos el 68 % de su importación y Alemania les entrega nada menos que el 84 % de lo que vende y cubre allí el 74 % de sus compras.

En esa cooperación va intensificada la división del trabajo. Ya no domina el intercambio de mercaderías totalmente distintas. Son cada vez más numerosos los casos en que el artículo terminado se compone de partes fabricadas sucesiva o simultáneamente en países distintos.

Al lado del comercio han cobrado extraordinario vuelo las inversiones transnacionales. También ellas han cambiado de carácter.

En la etapa integratoria anterior predominaban entre los objetos de esas inversiones las actividades extractivas y los servicios públicos de avanzada técnica. Hoy las inversiones más voluminosas entre los países industriales son las manufactureras y financieras a las que se les atribuye para 1966 el 70 % del total. Se ha calculado que del total general a que había llegado la inversión transnacional en ese año, 90 mil millones de dólares, los dos tercios o sean 60 mil millones eran inversiones intra-industriales. En cuanto a origen, provenían en el 60 % de Estados Unidos y en el 40 % de otros países industriales. En años recientes la inversión de Europa occidental en Estados Unidos se está acelerando. En 1967, sumando inversiones directas y de portafolio, los capitales colocados por Estados Unidos en Europa occidental y viceversa habían llegado a equipararse. Unos y otros se indican como de 20 mil millones aproximadamente.

También ofrece interés el desarrollo recíproco de la banca. La cantidad de los fondos movidos en Europa por bancos establecidos fuera del asiento de su casa matriz es enorme. Los bancos extranjeros en Estados Unidos, en su mayoría de países industriales, acusan en balances consolidados de febrero de 1973, 4,4 mil millones de depósitos a la vista, 5,1 mil millones de depósitos a plazos y una suma total de balance de 28,6 mil millones.

¿Cómo hemos de juzgar esa evolución? Es obviamente manifestación de voluntades integratorias espontáneas, activas de los dos

lados de las fronteras. En el caso de las inversiones en la CEE y también en el de las recientes inversiones en Estados Unidos es la respuesta a trabas opuestas al intercambio —aranceles y otras medidas restrictivas— por fuerzas de resistencia a la integración.

Vistas bajo otro ángulo, algunas de esas inversiones parecen haber contribuido a endurecer transitoriamente ciertos desequilibrios estructurales en la orientación económica de las distintas provincias del mundo industrial. Como manifestación de voluntades integratorias entre sociedades que se hallan a nivel entre sí, esa interpenetración debiera tender a emparejar capacitaciones, niveles de vida e ingresos.

## **DESOCUPACION**

### **5. DESMEMBRAMIENTO**

El último período de integración iniciado después de la segunda guerra mundial está separado del penúltimo por un período de desintegración que comprende las dos guerras mundiales y el período interbélico caracterizado por grandes trastornos sociales y monetarios. La desocupación de los años treinta puede entenderse como provocada por la desarticulación de un sistema de cooperación internacional que había llegado a ser muy estrecho. Habían quedado desgarrados los circuitos de división del trabajo e intercambio del sistema. Varias decenas de millones de personas que en ellos habían trabajado y ganado su sustento se hallaron desconectadas y aisladas después de cesar el estado bélico que las había mantenido provisionalmente absorbidas por las varias tareas de defensa nacional. Fue una desocupación catastrófica, manifestación de un estado político enfermo en que se prolongaba el conflicto anterior, aunque sin la lucha armada, pero también sin el relativo amparo que los individuos habían hallado en las comunidades nacionales mientras la lucha duraba. Penosamente se trataron de abrir, bien que mal, circuitos reducidos dentro de los trozos de la economía mundial que había conservado vida y cohesión suficientes para ello.

## 6. DESOCUPACION DINAMICA

También en la actualidad existe cierta desocupación, así en Estados Unidos, en Italia y en varios países menos industrializados. Esa desocupación se me ocurre de naturaleza completamente distinta de la referida en el punto anterior.

En economías dinámicas cuyas técnicas progresan muy aceleradamente, aparece desocupación por la introducción de nuevos procedimientos que permiten producir más con menos gente. Si además crece la población puede aparecer más desocupación por insuficiencia de bienes de capital para los jóvenes contingentes humanos. Esas desocupaciones no denotan debilidad sino fortaleza en el sistema económico. No responden a destrucción de circuitos del intercambio sino a carencias, localizadas en el tiempo y en el espacio, de organización, capacitación individual y recursos reales.

Esas deficiencias bien pueden coexistir con instalaciones ociosas en otros sectores económicos, cuya reactivación —o reactivación aislada— no resuelve el problema.

En Estados Unidos la desocupación ha sido lo suficientemente elevada (de 5 a 6 %) para preocupar seriamente a su gobierno. En cambio otras economías no menos dinámicas, tales la alemana, la japonesa y varias más, no tienen desocupación. Al contrario, ocupan trabajadores del exterior dentro o fuera de sus fronteras. ¿No probaría eso que la desocupación que ahora existe tiene otro origen y no puede clasificarse como de "avance técnico"? Creo que esa conclusión no es forzosa y que cabe otra explicación.

## 7. DISTRIBUCION DISCONTINUA DE LA DESOCUPACION

Si se mira al mundo industrial como un área económica integrada, puede concebirse la desocupación estadounidense como si correspondiera a todo el área, pero se hubiese concentrado en una de sus regiones. Relacionándola con la población de todo el área industrial, se ve que es moderada: se mantiene por debajo del 3 %. Estaría tan sólo desigualmente distribuida.

La distribución despereja de la desocupación de avance técnico es la regla aún dentro de las naciones. Su concentración en un país no contradice pues la concepción del mundo industrial como área integrada. Por el contrario la confirmaría. A la pregunta ¿por qué concentración en Estados Unidos? la respuesta que se ofrece es que

Estados Unidos es la provincia del mundo industrial de liderazgo en el avance y la de población menos homogénea. La desocupación de avance técnico aflora con preferencia allí donde la capacidad de la población para responder a las exigencias del avance no es uniforme. Estados Unidos es además una de las regiones industriales de mayor crecimiento demográfico. La tasa anual ha sido aproximadamente de 10 % y si se agrega Canadá 11.25 a 12.5 % durante el último quinquenio. En áreas de población heterogénea, la fracción menos avanzada por regla general crece más con lo que se acentúa la heterogeneidad y sus consecuencias.

## 8. REACCIONES PERVERSAS Y ENDURECIMIENTO DE POSICIONES

Varios entre los países del mundo industrial que no sufren de desocupación, tienen un importante superávit en su balanza de prestaciones. Entregan más riqueza real que la que reciben. En la perspectiva de este artículo es el precio que pagan para no tener desocupación. Los países deficitarios reciben más riqueza real de la que entregan en sus tratos con los otros industriales —y muy a su pesar. En la misma perspectiva aparece como un subsidio pagado por las regiones excedentarias a las deficitarias. No beneficia directamente a los desocupados; pero eso podría lograrse a través del régimen impositivo.

Encontramos pues aquí que no se verifican las asociaciones acostumbradas: alta ocupación con balanza de prestaciones tendiendo a ser pasiva y recesión con una tendencia a la activación de esa balanza. Pero no hay en eso nada que deba asombrarnos. No es en ninguno de los dos grupos el resultado del accionar espontáneo de la economía sino que ha sido provocado por la política monetaria oficial.

Para tender a la nivelación, los precios de los bienes y servicios exportables debieran bajar en los países deficitarios con desocupación y subir en los excedentarios con plena o superplena ocupación. Eso respondería bastante bien al análisis clásico del comercio exterior y a la lógica intrínseca de la situación. Pero la política monetaria y fiscal en las dos secciones del mundo industrial no permite que así suceda. En la región deficitaria se encarga por creación de abundante liquidez a propender a la suba de precios o por lo menos a impedir su baja, por esperarse que eso impulsará las actividades. En la región excedentaria la política se orienta a

impedir la suba de precios para evitar la inflación. Son las mismas tácticas en defensa de los años treinta, aunque sin el empleo del arma agresiva de entonces, la subvaluación externa competitiva de las monedas. Como entonces se trata de reducir la desocupación expandiendo la exportación. No es remedio que todos podrían aplicarlo simultáneamente, salvo si implicara armar nuevos circuitos de cooperación en adición a los existentes con posibilidades de ubicación para todos.

En nuestra perspectiva las líneas políticas seguidas en las dos secciones del mundo industrial son reacciones perversas que operan en sentido contrario al objeto que quieren lograr. Al haberse persistido en ellas durante largo tiempo, han provocado desarrollos de hecho que endurecen las posiciones actuales.

En las regiones excedentarias una porción importante de la inversión se concentra en industrias de exportación y particularmente en instalaciones que superan lo que puede accionar la población nativa. De modo que se recurre a fuerzas de trabajo transhumantes que no se absorben en la población local y sirven como conveniente amortiguador para defender a ésta contra los altibajos del estado de ocupación, aunque sería del todo injusto decir que el sistema haya sido creado con eso en mente. También se invierte en el exterior para exportar a otros países, incluso la región deficitaria. Esta a su vez, con su plétora de moneda y su política de evitar la baja de los precios internos, estimula la radicación de industrias en el exterior, donde los costos podrían suponerse menores (es ahora inseguro si eso puede afirmarse todavía en términos generales) y aprovisionar al propio país desde el exterior en condiciones mejores. Topamos aquí pues con un nuevo significado de la tendencia de trasnacionalizar las grandes organizaciones de producción, además del de esquivar las trabas al comercio internacional y aprovechar las economías de escala. Podríamos aún hallarle un cuarto: absorber una parte del exceso de moneda creado llevándolo al exterior.

El endurecimiento de las posiciones consiguiente a esos desarrollos es un obstáculo a la integración, aunque no es probable que sea insalvable.

## INFLACION

### 9. LAS FUENTES

Si existe discrepancia y confusión sobre el carácter de la desocupación, no las hay menos sobre las fuentes y el significado de la inflación que en el mundo industrial tiene niveles y movimientos bastante uniformes. Se reconoce que hay multiplicidad de fuentes que en una primera aproximación podrían clasificarse como socio-políticas y mecánico-institucionales. Aquí sostendré que la inflación industrial tiene básicamente por fuentes las líneas políticas perversas con que se vienen enfrentando los desniveles de las cuentas internacionales recíprocas.

Los superávits de las balanzas de prestaciones son fuente primaria de inflación de precios, en cuanto importan permanentes y acumulativos déficit en el intercambio de riqueza real, fenómeno que me parece particularmente visible en el caso del Japón. De esa inflación primaria de precios deriva secundariamente inflación monetaria, inevitable para mantener la economía en movimiento. En los países deficitarios, y particularmente en Estados Unidos, la tendencia bajista de los precios, natural en una economía que se aprovisiona en vasta escala a crédito, es contrarrestada por una inflación monetaria primaria que trata de anular esa baja. La acción

excede el fenómeno que trata de remediar. Pero sólo en tiempos muy recientes ha acentuado su impacto sobre los precios.

Durante años se ha señalado que la tasa de inflación de precios en Estados Unidos era bastante inferior a la de la mayoría de los otros países industriales. Se ha invocado esa observación para concluir que Estados Unidos no podía considerarse como centro de irradiación de una de las componentes de la inflación industrial de precios. La observación de ese hecho nos ha confundido casi a todos. Si se adopta el punto de vista de este artículo, la explicación de la prolongada estabilidad comparativa del nivel de precios en Estados Unidos no podría ser más simple. Mientras imperaba la regla de los cambios fijos, las poblaciones del mundo y en especial las industrias abrían su propio campo económico a la circulación del dólar, cuyo radio de aplicación resultaba así enormemente ampliado, y por consiguiente muy morigerado el volumen de nuevos dólares aplicado a la economía norteamericana.

Esta situación ha cambiado desde que los mayores entre los otros países comerciales valorizaron su moneda frente al dólar y luego, en unión con los demás países industriales, se decidieron a dejar el mercado más o menos en libertad para que sus monedas —o grupos de monedas mancomunadas— busquen, como se solía llamarlo en nuestro país, su nivel frente al dólar, o para que el dólar halle su nivel frente a ellos.

Desarrollaré esa concepción con un poco más de detalle, para referirme luego a importantes juicios de otros sobre la inflación.

## 10. EXODO DE MONEDA SOBRANTE

Es antigua experiencia universal que si se crea moneda en exceso de la demandada por la economía nacional, la demanda efectiva encerrada en el excedente —y en ciertos casos la moneda misma como portadora de demanda nada más que **potencial**— se vuelca al exterior. Es la “filtración” Keynesiana que se veía con tan malos ojos cuando, en un mundo económico en desintegración, se trataba de instilar nuevo suero monetario a trozos que se creían viables siempre que se avinieran a vivir en el aislamiento para evitar nuevas hemorragias.

La salida plantea una serie de interrogantes. En primer término ¿qué es exceso monetario? En la perspectiva de este artículo que ve la moneda esencialmente como instrumento de intercambio, exceso

sería todo lo creado fuera de procesos de intercambio interno: cantidades para cubrir gastos públicos, sostener precios, financiar producciones no intercambiables (armamentos, exploración espacial).

Aun ese criterio no se traduce fácilmente en cantidades porque el volumen de lo demandado por el comercio interno es siempre móvil por la movilidad de los precios. No es necesario concordar con esta tesis para seguir la línea del siguiente análisis.

No hay duda que en Estados Unidos se creó un considerable exceso monetario si se tiene en cuenta que la provisión de moneda aumentó de 10,8 % en los cinco años de 1961 a 1966, a 33 % de 1966 a 1971. El aumento responde en general, sin considerar causas inmediatas como la guerra, al deseo de prevenir o eliminar el desempleo por medio de déficit de presupuesto y condiciones fáciles de crédito. Esas condiciones han permitido a su vez acordar aumentos salariales en exceso de los aumentos de productividad. Medidas similares fueron también tomadas en los demás países industriales, pero sin los mismos efectos internacionales directos.

Tampoco hay duda que mucha de la expansión monetaria de Estados Unidos salió al exterior. Las obligaciones monetarias externas de ese país aumentaron en el primero de los quinquenios mencionados en 30 % y en el segundo en 119 % (y otro 30 % en los catorce meses hasta febrero de 1973).

En segundo término, ¿qué fuerzas o presiones llevan la moneda al exterior? Seguramente son muchas, pero vamos a mencionar solamente dos principales que obran por una combinación de succión y expulsión: facilidades diferenciales de crédito, incluso declives de interés y sobrevaluación del dólar o subvaluación de varias de las principales monedas industriales. La baratura y facilidad del crédito en Estados Unidos junto con el sostén prestado al dólar por los demás países en cumplimiento del compromiso de mantener fija la paridad de su moneda produjo una gran succión: residentes del exterior contraían créditos en Estados Unidos no para usarlos allí sino para convertirlos en su banco central en su moneda nacional y emplearlos en el propio país. Otros casos de succión tienen que ver con aspectos tratados en el punto siguiente.

La sobrevaluación del dólar, mantenida en la misma forma, estimulaba no las compras sino las inversiones norteamericanas en el exterior. Recíprocamente creó un gran aliciente para que los residentes de otros países industriales vendieran sus productos en

Estados Unidos (cobrando en los dólares tan estables, tan variadamente utilizables y tan ventajosamente convertibles) precisamente porque la política monetaria de sus propios países tendía a mantener los precios internos en un nivel comparativamente más bajo del que hubiese correspondido en vista de la posición y evolución de las cuentas externas recíprocas, mientras la política monetaria de Estados Unidos tendía a mantener sus precios internos en un nivel comparativamente más alto del que hubiese correspondido en razón de la misma relación de las cuentas internacionales. Esa tendencia era reforzada en Estados Unidos por el hecho palpable de que la plétora de moneda creada no lograba disolver el desempleo, sea porque por su naturaleza no era soluble en liquidez monetaria, sea porque esa liquidez no quedaba en el país, razón para crear aún más moneda interna.

Vale la pena detenerse un momento en el comportamiento distinto de las salidas al exterior de moneda nacional de orden común y de moneda que, como el dólar, por evoluciones de hecho, ha ganado aceptabilidad internacional. La salida de moneda está limitada por la aceptación que ella halla en el exterior. En tratándose de moneda nacional común, ese límite es función de las reservas de que dispone el país de origen. Agotadas éstas y el eventual crédito adicional de que pueda gozar, la moneda no puede seguir saliendo sin perder valor externo. Los países de moneda nacional común están constreñidos a someterse a la "disciplina" de las cuentas externas. Ella puede cumplirse de diversa manera, o ajustando la política monetaria interna o aceptando el cambio de valor externo o restringiendo con dudosa eficacia la libertad de su tránsito.

Por otra parte, la moneda nacional común nunca permanece mucho tiempo afuera porque allí no tiene aplicación. Al volver, una parte estimulará la exportación si hay algo que exportar. En esa forma indirecta también podrá estimular la ocupación si ella no choca con obstáculos específicos (por ejemplo desocupación de avance técnico; o fallas estructurales en la compaginación de la economía que ha puesto el acento sobre producciones no intercambiables o ha hecho depender la actividad interna de insumos del exterior que no se pueden pagar). También influirá sobre el nivel de los precios internos elevándolos si la expansión ha excedido las demandas del intercambio interno.

La moneda de aceptabilidad internacional juega de otro modo. Su aceptación en el exterior no depende de las reservas de su país

de origen. Siendo ella misma moneda y reserva para los habitantes de otros países, y con más razón si allí es sostenida oficialmente por las autoridades monetarias, el límite no se alcanza sino cuando está colmada la capacidad de absorción de las reservas privadas y públicas extranjeras y la demanda monetaria del exterior. Exportada, no tiene necesidad de volver ni de servir de vehículo a la exportación de su país de origen. Sus efectos sobre los precios del interior quedan anulados por el éxodo. En cambio los ejerce en el exterior donde todavía son multiplicados en las cajas de cambio de engranaje que son los bancos centrales.

Aquí se plantean problemas difíciles de medición —insolubles si no se abarca todo el área como unidad: (a) calcular, o establecer por tanteo la tasa adecuada de expansión para esa moneda, concebida como moneda **nacional**; y (b) calcular o establecer la tasa aceptable de expansión de esa moneda, concebida como moneda **internacional**. y de ahí deriva una secuela de cuestiones conexas: ¿Cómo acordar las tasas óptimas de crecimiento para las funciones internas y externas? ¿Cómo asegurar que la provisión total se distribuya de acuerdo con esas relaciones entre circulación interna y aplicación externa? Finalmente, ¿puede esperarse que la demanda de los mercados internos y externos den en tasas adecuadas y hagan la distribución adecuada? En la actualidad ningún banco central se fía de ello. Tampoco nadie tiene el instrumento analítico para responder a esos interrogantes.

Agreguemos que, desaparecida esa particular constelación de condiciones favorables a la salida y aún solamente disminuida, los efectos inflatorios irrumpen en el escenario de origen. La falta de sostén en el exterior, la depreciación o devaluación, la escalada de las tasas del interés en el interior, todos factores para reducir la "pasividad de la balanza de pagos", estimular la exportación, elevar el umbral de entrada para la importación y reducir el uso del crédito —todo ello se transmuta en inflación de precios.

## 11. FUNCION FINANCIERA DE LA MONEDA INTERNACIONAL

El razonamiento hasta aquí se ha llevado en términos de transferencia de riqueza real. Algunos economistas de nota, Kindleberger, Despres, Walter Salant, han sostenido pocos años ha (no estoy seguro que lo hagan hoy todavía) que esa es una manera de ver superada, pues la moneda internacional tiene que cumplir además

funciones puramente financieras. La salida de dólares en exceso de la cantidad requerida para facilitar la transferencia de riqueza real es lo que constituye el núcleo central del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos. La conclusión de esos economistas, consecuente con su planteo, es que no hay tal déficit. Se advierte que esto se relaciona directamente con los problemas de medición mencionados en el punto anterior. Comparan la situación de un país financiador con la del banco, cuyo pasivo a corto plazo también puede exceder el activo a corto plazo, sin que por ello se considere que el banco está en situación de desequilibrio o en pasivo de gestión.

Supongo que no se ha pensado en bancos públicos que efectivamente no tienen tal déficit, por mucho que su pasivo exceda su activo, o mejor dicho el caudal de las obligaciones a la vista que emiten al de los valores y créditos realizables de que son titulares. Esa es la regla en los bancos centrales. Sus activos son en su mayor parte créditos contra el gobierno (dos tercios en nuestro caso en 1972) que nunca se utilizarán para liquidar el pasivo. Es así porque un banco central no tiene más que una responsabilidad nominal por sus obligaciones: él mismo es dueño de determinar el valor intrínseco de ellas. No me parece que, como cuestión de principio, deba extenderse esa limitación de la responsabilidad a las obligaciones monetarias externas de un país financiador, aunque de hecho así resulte de tiempo en tiempo en la práctica.

Un banco privado está en otra situación. Como no tiene el poder eminente de crear moneda incondicional, es decir de hacer necesariamente aceptables sus propias obligaciones de hecho o de derecho, ellas tienen que estar cubiertas por créditos realizables. Mientras goce de confianza, su **status** de acreedor prevalecerá en la visión del público sobre su calidad de deudor. Si pierde la confianza, súbitamente se le verá como deudor. Para conservar la confianza debe evolucionar de manera que en todo momento pueda cancelar sus obligaciones exigibles como activos "finales", valores que sean considerados tales dentro de la economía. Eso requiere una gestión afinada y supone, condición que se cumple en el caso de un banco, que se halle unificada la titularidad de las obligaciones y los créditos y se administre con un solo criterio. Ello no se da en el mismo sentido en el caso de un país financiador, sin contar que éste aparece regularmente como un empresario múltiple cuyas

otras actividades pueden ser mucho más importantes que su papel de intermediario financiero, e incluso chocar con ese papel. En realidad, las diferencias entre un banco y una nación proveedora de moneda internacional son muchas y más significativas que las semejanzas. Me cuesta creer que el símil sea fecundo.

En el caso de una nación, los activos "finales" son el caudal de riqueza real que produce más el que producen otros y que puedan movilizarse con la entrega de sus obligaciones monetarias. La excesiva expansión monetaria lo hace imposible. Sucede así incluso con moneda creada y salida al exterior en operaciones netamente comerciales que, como las compras petroleras, no han podido dar lugar a **intercambio**, determinando que esa moneda ha quedado largo tiempo sin usar, apilándose en cúmulos enormes, aplicados a operaciones transitorias de mantenimiento sin contenido económico real. ¿Cómo asegurar que la moneda internacional que sale al exterior se mantenga en uso y vuelve sin excesiva demora para morir y renacer como tal por la transferencia de riqueza real? Es otro interrogante que se agrega a los mencionados en el punto anterior.

## 12. FUENTES MECANICO-INSTITUCIONALES

Varios financistas (Rueff desde hace años, recientemente y en otro sentido Emminger) han creído hallar en la estructura del régimen monetario fuentes propias de inflación. El primero se ha particularizado con las fallas del patrón "cambio" (no necesita ser "cambio-oro") y a la multiplicación monetaria que puede tener lugar a través del **recycling**. El segundo ha agregado una observación importante sobre el "sesgo devaluatorio" del sistema de Bretton Woods.

El potencial inflatorio del compromiso de mantener fijos los cambios, también señalado por el segundo, ha sido vinculado en puntos precedentes de este artículo con la política monetaria perversa seguida en las dos grandes secciones del mundo industrial. Enorme ha sido la creación de moneda en los últimos años en la acción de afrontar las grandes marejadas de capitales móviles a corto plazo, realizada en cumplimiento de aquel compromiso, pero no menos por el interés de los otros países industriales en impedir devaluaciones demasiado fuertes del dólar.

El **recycling**, procedimiento para devolver al país de origen las divisas adquiridas por otro país en defensa de la estabilidad del cambio, da lugar a multiplicación monetaria cuando importa crear moneda nacional en adición a la divisa adquirida y no tan sólo en su reemplazo. Si el Banco Central que con moneda creada ha adquirido divisas las esteriliza directa o indirectamente, sea anclándolas él mismo en su reserva o confiándolas a otro que no las usará, acaso el banco central de origen, no habrá multiplicación.

Si las presta al gobierno del país de origen y éste las usa para financiarse, sólo puede hablarse de multiplicación si ese gobierno —a falta de dicho préstamo— no hubiese movilizadado sumas equivalentes en su banco central o bancos comerciales de su país. Si tal tubiese sido el curso alternativo de los acontecimientos, el préstamo acordado al gobierno de origen equivaldría más bien a una financiación con "ahorro genuino del público no-bancario". El efecto inflatorio dependerá en ambos casos de la influencia que esa financiación ejercerá sobre las reservas disponibles de los bancos comerciales. Si las divisas se depositan en bancos comerciales del país de origen, directa o indirectamente la base crediticia aumentará allí y podrá expandir la provisión monetaria en la medida que lo permitan las reglas sobre efectivo mínimo y otros condicionamientos del crédito.

Procesos multiplicadores similares aunque no iguales tienen lugar cuando bancos centrales colocan fondos de sus reservas en bancos del mercado de euromonedas o cuando resuelven diversificar la composición de sus reservas, vendiendo unas divisas para comprar otras.

Hablo en estos casos de **multiplicación** y no de inflación monetaria.

Esos efectos son reales, pero puramente mecánicos. Carecen de la calidad "inebriante" de la verdadera inflación. Aunque esas operaciones pueden reiterarse y dar lugar a considerable expansión monetaria sin contenido económico, de por sí no dan lugar a las engranadas presiones sociales que constituyen el motor de las distintas formas de inflación, monetaria y de precios, de costos y demanda, que las tornan acumulativas. La multiplicación puede naturalmente provocar inflación y lo ha hecho. Pero no estando conectada con ningún motor a presión social, es fácil evitarla una vez que el peligro ha sido comprendido. Ese es el gran mérito de habérselo señalado.

Una perspectiva distinta revela el "sesgo devaluatorio" señalado por Emminger como característica de la gestión monetaria bajo el Acuerdo de Bretton Woods. El "sesgo devaluatorio" no crea directamente inflación ni monetaria ni de precios, a menos que lleve a una pronunciada subvaluación de la moneda devaluada. Es un salida fácil para superar los efectos paralizantes de inflaciones previas. por eso es capaz de reducir la resistencia contra líneas políticas que llevarán necesariamente a inflaciones de precios. Sin embargo, la experiencia nos dice que la resistencia a las presiones inflatorias ha sido en general mucho menor que la resistencia a las devaluaciones.

Los países, y particularmente los pequeños, muchas veces no tienen alternativa. Gastadas sus reservas, necesitando seguir pagando y comprando en el exterior lo indispensable para mantener su actividad interna, no les queda otra solución que procurarse las divisas requeridas al precio que se puedan conseguir. Si ha precedido un período de exceso de gastos y alza de precios internos con relación a los del exterior y si esa alza se juzga irreversible, el precio de mercado de las divisas indicará la medida en que el valor externo de la moneda tiene que reducirse para nivelarlo con su disminuído valor interno. Las alternativas teóricas —deflación interna o racionamiento de divisas— pueden ser de imposible aplicación y de todos modos no son mejores.

Pero el "sesgo devaluatorio" no es una fuente única de inflación. Las devaluaciones obran en doble sentido, sobre todo si llegan a la subvaluación de la moneda devaluada: en sentido inflatorio en el interior del país que devalúa y en sentido deflatorio en los países que con él comercian. Probablemente también podrá decirse que obran en sentido inflatorio en un medio de suma liquidez y en sentido deflatorio en un medio de congelada iliquidez, cuando un aumento de precios podrá chocar con una ulterior retracción de la demanda. Los años treinta vieron consecutivas devaluaciones competitivas que acentuaron la deflación mundial. Eso sugiere más bien que los manipuleos voluntarios del valor externo de las monedas desajustan siempre la cooperación integratoria internacional, pero lo hacen con sesgo inflatorio o deflatorio según las condiciones y orientaciones de fondo a las que van acopladas.

