

LA POLÍTICA MONETARIA NACIONAL E INTERNACIONAL A MEDIADOS DE SIGLO*

Robert Triffin

I. Política monetaria nacional

Se habla muchas veces de la disyuntiva que se presenta a un país entre una política de equilibrio de su balanza de pagos, por un lado, y otros objetivos puramente internos de política tales como la ocupación plena, el desarrollo económico, la estabilidad de los precios, etc., por otro. Dicha disyuntiva es enteramente falsa e ilusoria en la práctica. El equilibrio de la balanza de pagos es *ineludible* en el sentido de que el déficit corriente de dicha balanza no puede exceder, en ningún caso, de los recursos externos que permitan su financiamiento. Estos recursos comprenden: *a)* la importación de capital extranjero por el público o la liquidación, por el público también, de esos activos en el extranjero; y *b)* la utilización de las reservas internacionales del sistema bancario.

No se examinarán aquí detalladamente las implicaciones de la utilización del primero de estos recursos. Aunque pueda resultar inconveniente en algunos casos, no afecta directamente al sistema bancario en el mantenimiento de la convertibilidad monetaria. Al contrario, los principales problemas planteados a las autoridades monetarias por un déficit en la balanza de pagos surgen en relación con la utilización de las reservas monetarias del sistema bancario para el financiamiento del déficit externo.

Se pueden distinguir a este respecto dos tipos de política y dos maneras de llegar al ineludible equilibrio de la balanza de pagos misma. La primera podría describirse como una política de equilibrio monetario y la segunda como una política de desequilibrio monetario.

1) *Política de equilibrio monetario.* El déficit externo del sistema bancario se encuentra necesariamente circunscrito dentro del monto de las reservas internacionales que el sistema está dispuesto a sufragar a fin de financiar los déficit de la balanza de pagos. A este límite externo corresponde un mecanismo interno, pues la pérdida de reservas externas por el sistema corresponde necesariamente a la expansión corriente de los créditos¹ más el desatesoramiento, o menos el atesoramiento, de activos líquidos sobre los bancos por el público. El sistema bancario puede entonces asegurar el equilibrio de la balanza de pagos si limita

* Conferencia pronunciada en el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Cursos de Capacitación de 1956, México, D. F.

¹ O, más precisamente, a la parte de estos créditos que se financia a través de la monetización de dichos créditos, es decir, por una ampliación de las obligaciones líquidas del sistema bancario, tales como los billetes, depósitos, etc.

el monto de la expansión crediticia corriente al monto del atesoramiento del público. Por otro lado, frente a un desatesoramiento por parte del público, se necesitaría compensarlo por una contracción crediticia.² En la práctica un equilibrio preciso no sería ni factible ni deseable en todo momento. La finalidad del mantenimiento de reservas monetarias internacionales es precisamente permitir y hacer frente a desequilibrios pasajeros de la balanza de pagos mientras se adoptan, cuando sea necesario, las medidas adecuadas para asegurar el equilibrio a largo plazo de la balanza.

Las prescripciones de política monetaria que resultan de este análisis teórico pueden presentar, sin embargo, graves dificultades que hacen muy difícil o desaconsejable el mantenimiento de una política de equilibrio monetario.

Esas dificultades pueden surgir, por ejemplo, de la creación previa de un alto monto de liquidez que constituya una amenaza constante de desatesoramiento por el público y que impondría, para compensarse, una política crediticia excesivamente restrictiva; en este caso, se requeriría una contracción fuerte de los activos líquidos del público para restablecer el equilibrio monetario sin alza de los precios. Éste fue el propósito de las varias purgas monetarias efectuadas en algunos países europeos después de la guerra pasada. O bien se puede eliminar el exceso de liquidez a través del aumento de los precios mismos.

Pero el alza de los precios constituye otra dificultad para el mantenimiento de una política de equilibrio monetario, pues dicha alza estimula la importación y merma la exportación. En este caso, el mantenimiento del equilibrio monetario y de la balanza de pagos se conseguiría a través de una fuerte desocupación, que requeriría, para su eliminación, ya sea una devaluación del tipo de cambio o bien una baja de los precios acompañada de una contracción de los activos líquidos excedentes.

Las medidas correctivas requeridas para el restablecimiento del equilibrio monetario pueden entonces resultar muy difíciles o desagradables en la práctica; si no se adoptan, el equilibrio de la balanza de pagos puede ser incompatible con una política de ocupación plena, y otras políticas pueden *parecer* preferibles, "séanlo o no", a fin de mantener una situación satisfactoria de empleo sin provocar déficit insostenibles en las transacciones externas del país.

2) *Política de desequilibrio monetario.* La alternativa práctica a una política de equilibrio monetario consiste en estos casos en una modificación de la propensión a importar del país, a través de diversos

² Claro es que esta contracción se refiere a la suma de los créditos al sector privado y de los créditos al sector oficial, y puede ser influida, en consecuencia, de manera decisiva, por la política fiscal y tributaria.

sistemas de restricción externa, ya sea por medio de técnicas arancelarias, cambiarias o de cuotas de importación. En la práctica nos encontramos muchas veces, no frente a una alternativa absoluta, sino ante la necesidad de adoptar simultáneamente varias medidas, unas de las cuales se aproximan a una política de equilibrio monetario y otras a una política de restricción. Frente a fuertes desequilibrios de liquidez, de precios o de expansión crediticia corriente, las restricciones externas tendrán muchas veces que complementarse por una devaluación del cambio y por restricciones internas generalizadas, es decir, por el racionamiento de las compras tanto internas como externas.

No es preciso recordar los costos reales inseparables de una política de restricciones, efectuadas éstas en general de manera desfavorable para la importación de capital extranjero y la exportación del capital nacional, reduciendo así la posibilidad de financiar a través de los movimientos de capital los déficit externos de la balanza de pagos e imponiendo entonces la necesidad de un equilibrio más estricto en la balanza de pagos. Las restricciones resultarán también en una cierta baja de productividad que se hará más y más pronunciada cuando tengan que agregarse nuevas restricciones a un sistema ya muy restrictivo. En este caso las restricciones tendrán que aplicarse a importaciones cada vez más indispensables y menos sustituibles por la producción nacional. Finalmente, en casos extremos el racionamiento interno conduce también a una merma progresiva de los incentivos a la producción e incluso a un derrumbamiento monetario total, como ocurrió en Alemania después de la primera Guerra Mundial.

A pesar de estas objeciones es bien cierto que no se puede esperar que todos los países sigan en todos los casos una política de equilibrio monetario. Esta conclusión pesimista resulta, primero, de la adopción de políticas erróneas, ya sea por falta de entendimiento del problema por las autoridades o el público, por falta de decisión en los primeros o por razones institucionales de debilidad en la administración tributaria, crediticia, etc. Además, hay también múltiples casos en que las desventajas arriba mencionadas pueden ser más que compensadas desde el punto de vista del interés nacional por otras consideraciones bien conocidas. Hay, por ejemplo, casos —aunque menos frecuentes de lo que se podría deducir de la atención consagrada a ellos por la teoría económica— en que un país puede mejorar su relación de precios del intercambio a través de sistemas de restricción. Otros argumentos en favor de los sistemas restrictivos no tienen siempre que ver con los problemas de balanza de pagos. Es bien conocido, por ejemplo, el argumento de las industrias incipientes y la conveniencia de disminuir la vulnerabilidad de la economía mediante una diversificación de las acti-

vidades productivas y una dependencia menor respecto a los mercados de exportación.

Llegamos entonces a la conclusión que no se puede esperar una convergencia general de las políticas monetarias nacionales hacia el mantenimiento del equilibrio monetario que implica el objetivo del restablecimiento de la convertibilidad monetaria internacional. Dicho objetivo presupone que cada país aceptaría ciertas limitaciones en el uso de su soberanía económica. Dichas limitaciones no pueden esperarse de exhortaciones platónicas a la cooperación internacional. Deberán basarse sobre el interés nacional de los países mismos y esto requerirá la adopción de acuerdos internacionales que apoyen las ventajas de una política de equilibrio monetario y que desalienten al mismo tiempo la adopción de las restricciones más dañosas para la comunidad internacional.

II. *Política monetaria internacional*

El definir la convertibilidad internacional como la eliminación de las restricciones cuantitativas al comercio o al cambio debería llevarnos lógicamente a una confusión entre la convertibilidad y la libertad total del comercio internacional, que no aparece en la realidad como una finalidad asequible por acuerdos internacionales, por lo menos en un futuro previsible. Por otro lado, si se define la convertibilidad como la eliminación de toda discriminación en la aplicación de restricciones cambiarias o comerciales, llegaríamos a considerar como progreso hacia la convertibilidad la nivelación o uniformación de las restricciones existentes al nivel de las restricciones más altas que mantenga cada país. Nuestra primera definición entonces nos conduciría a una solución irrealizable en la práctica, y la segunda a una solución totalmente absurda.

La solución práctica de este dilema lógico nos impone considerar simultáneamente el objetivo de liberalización de los controles y de disminución en las discriminaciones. Encontramos esta reconciliación práctica en la constelación presente de instituciones y acuerdos nacionales, regionales e internacionales, relativos a las restricciones cambiarias y comerciales. Veremos que no existe aquí una fórmula única y universal, y que el problema consiste esencialmente en encontrar soluciones factibles para la organización política y administrativa del mundo, teniendo en cuenta la diversidad de los problemas nacionales y la variedad de la cohesión y cooperación que pueden establecerse entre varios grupos humanos.

1) *Coordinación nacional*. Una liberación total, o casi total,³ de

³ Casi total más bien que total, si se considera que aun dentro del área nacional existen varios impuestos o tipos discriminatorios de tributación que interfieren con la competencia pura.

restricciones existe solamente dentro del área nacional de un país. Dentro de esta área, han sido suprimidas progresivamente toda clase de restricciones al movimiento de mercaderías de una región a otra, de una ciudad a otra. Esta liberalización total implica al mismo tiempo una discriminación básica entre el comercio interno y el comercio externo del país. Las restricciones mantenidas hacia el extranjero constituyen una discriminación fuerte entre las importaciones de una región del país a otra y las importaciones de procedencia extranjera. Se puede decir entonces que la liberalización total dentro del área nacional se combina con una fuerte discriminación hacia el extranjero.

Además, la liberalización interna total está condicionada por la reciprocidad en esta liberalización entre cada región del país y cada otra región del mismo país, y por una política muy estricta de equilibrio monetario dentro del territorio nacional. Este equilibrio monetario queda facilitado en gran parte por movimientos espontáneos de capital estimulados por la ausencia de todos los riesgos de cambio y al mantenimiento de un orden político administrativo y jurídico asegurado por la unificación política del país. Fuera de estos movimientos espontáneos de capital existe, finalmente, la posibilidad de intervenciones oficiales en el campo crediticio y tributario que pueden también ayudar al mantenimiento del equilibrio de pagos entre las varias regiones de un mismo país.⁴

2) *Coordinación regional*. El área esterlina, y más recientemente el área de la Unión Europea de Pagos, constituyen ejemplos de una coordinación más suelta que agrupa a varios países sobre la base de acuerdos menos estrechos de los que implica una unificación política total. Estos acuerdos regionales no suprimen todas las restricciones, pero sí garantizan el mantenimiento de un área de comercio más libre de lo que se asegura en las relaciones de estos países con terceros países. Esta liberalización relativa se basa también no solamente sobre arreglos de reciprocidad en materia de comercio sino sobre arreglos crediticios y esfuerzos de coordinación de política monetaria y económica. Estos arreglos son menos intensivos que los que existen dentro de un territorio nacional unificado, pero mucho más intensivos que los que existen entre países aislados.

Entre los países miembros se suprime toda discriminación y se limita el nivel de restricciones a consecuencia de estos acuerdos y de los estímulos crediticios y políticos que en ellos influyen. En sus relaciones con terceros países, cada país queda generalmente libre en cuanto a su política de restricciones. Es posible que no establezca el país de

⁴ No hay que exagerar, sin embargo, el efecto correctivo de la política tributaria y fiscal sobre las balanzas de pagos interregionales. Estas intervenciones estatales no están dirigidas sistemáticamente hacia el equilibrio en las balanzas de pago.

hecho restricciones más fuertes de las que mantiene con otros países miembros, pero no está comprometido *de jure* a mantener hacia el exterior el mismo grado de liberalización a que se ha comprometido con los países miembros.

3) *Coordinación internacional*. Fuera de estos acuerdos regionales las restricciones mantenidas por cada país hacia otros quedan limitadas solamente por el interés nacional, y por los arreglos bilaterales sugeridos por dicho interés nacional. Esto quiere decir que aunque sean ilimitadas *de jure*, dichas restricciones están limitadas de hecho según las conveniencias de la política nacional.

En los sistemas de convertibilidad mundial tales restricciones tendrán generalmente un carácter de no discriminación. Un país protegerá a su producción nacional contra la importación extranjera en general, pero sin discriminar entre los varios países vendedores, y sin estar capacitado para proteger a sus productores fuera del territorio nacional. A pesar del proteccionismo nacional, existe en este caso plena competencia en los mercados de exportación, y esta competencia basta para obligar a los países exportadores a mantener un cierto equilibrio entre el nivel interno de sus costos de producción y el nivel de costos en los países extranjeros.

La característica dominante de un sistema de inconvertibilidad internacional reside entonces no en el proteccionismo mismo, sino en arreglos discriminatorios y bilaterales que favorecen algunas importaciones con relación a importaciones de otra procedencia, y que permiten al mismo tiempo extender a los exportadores del país un cierto grado de protección fuera del territorio nacional. Una discriminación entre importaciones de varias procedencias iría obviamente en contra de los intereses nacionales si no se combina con el bilateralismo, es decir, con una discriminación recíproca por otro país a favor de las exportaciones del país en cuestión. En tanto que prevalece este sistema de acuerdos bilaterales, se suprime toda clase de competencia no solamente en los mercados internos sino también en los mercados de importaciones.

Una comprensión clara de esta característica básica de la inconvertibilidad internacional, y de la compatibilidad entre convertibilidad y varios grados de protección ineludibles en la práctica, o aun convenientes desde el punto de vista de los intereses nacionales, nos hace ver que el restablecimiento de la convertibilidad internacional es mucho menos difícil de lo que se piensa generalmente. En verdad, el bilateralismo generalizado tiene muchas desventajas para los países mismos que entran en tales acuerdos. Sin embargo, es más fácil eliminar dicho bilateralismo por el camino de arreglos regionales entre países altamente interdependientes uno del otro, que por vía de arreglos universales. Una de las razones principales de esta diferencia reside en la vinculación entre

compromisos de liberalización comercial y compromisos paralelos en materia crediticia y de coordinación más general de política. Tales arreglos regionales aseguran *de jure* una liberalización regional, pero se objeta que no obstaculizan el mantenimiento o el reforzamiento de restricciones y discriminaciones en relaciones con terceros países. En el hecho, sin embargo, hemos visto que tanto el razonamiento teórico como la experiencia práctica demuestran que una liberalización regional tiende a traer consigo la eliminación del bilateralismo y de las restricciones, aun en relaciones con terceros países. La conclusión reciente de acuerdos del tipo "Club de La Haya" entre los países europeos, el Brasil, la Argentina, etc., es una continuación lógica de los acuerdos entre los países de la Unión Europea de Pagos. Extienden a terceros países las facilidades y la igualdad de transferibilidad y de competencia establecidos anteriormente entre los países europeos mismos.

Los enormes progresos realizados a través de estos acuerdos regionales ofrecen un contraste muy pronunciado con la esterilidad de los acuerdos universales, y especialmente con el sistema del Fondo Monetario Internacional. Esta esterilidad se explica en gran parte por un esfuerzo mal dirigido para estabilizar los cambios —es decir, para eliminar una técnica de equilibrio monetario— antes de haber eliminado las técnicas de desequilibrio monetario, y además por otro esfuerzo mal dirigido también para eliminar las restricciones mismas antes de eliminar el bilateralismo en las relaciones internacionales. Fuera de esto hay que reconocer además que el universalismo mismo constituye un obstáculo a una sana solución de los conflictos internacionales. Un conflicto de pesca entre los países del Báltico puede resolverse por un acuerdo regional sin esperar la adhesión de Bolivia a este acuerdo. La misma observación vale también en materias monetarias y económicas. La liberalización de las restricciones cambiarias o comerciales queda estrechamente vinculada con compromisos recíprocos no solamente en materia cambiaria o comercial sino también en el campo del crédito y de la política económica en general. El progreso hacia un sistema libre de comercio es inseparable de un progreso simultáneo hacia una mejor coordinación política y administrativa entre las decisiones de los países miembros. Esto se hará más fácilmente a través de acuerdos regionales y de la ampliación progresiva de estos acuerdos, que a través de acuerdos directos y uniformes de carácter universal.

III. *Las reservas monetarias internacionales*

Las perspectivas actuales nos llevan progresivamente a un restablecimiento del patrón de cambio oro más bien que hacia el patrón oro puro. Esta tendencia es inevitable a razón de la insuficiencia de la pro-

ducción de oro, que aumentaría las reservas monetarias del mundo solamente en 1 o 2 % al año, mientras el volumen de producción y de comercio internacional crecen a un ritmo anual de 6 o 7 %. Dejando a un lado como improbable e inconveniente una gran revalorización del oro, un crecimiento adecuado de las reservas monetarias internacionales requeriría el uso simultáneo del oro y del cambio extranjero como partes integrantes de dichas reservas. Ha de subrayarse, en este aspecto, que el aumento enorme de las reservas monetarias fuera de los Estados Unidos en los últimos seis años (12,000 millones de dólares) ha sido financiado solamente en un 15 % por la producción anual de oro y hasta el 85 % más o menos por las pérdidas de oro de los Estados Unidos y el crecimiento rápido de los saldos deudores en dólares de los Estados Unidos. No parece posible que siga este movimiento por muchos años más sin traer algunos trastornos, o por lo menos incertidumbres, en la posición internacional del dólar como moneda clave.

De manera más general, la experiencia de la crisis mundial nos ha enseñado la gran vulnerabilidad inseparable de un patrón de cambio oro, sometido a fluctuaciones bruscas y especulativas entre las varias monedas clave y entre dichas monedas y el oro mismo. Es difícil concebir la estabilidad de un sistema que no pueda asegurar, en mayor medida que en el pasado, las reservas monetarias contra riesgos de cambio y de inconvertibilidad. Trataré entonces de esbozar algunas soluciones posibles a este problema, aunque es poco probable que sean adoptadas con mucha anticipación a las dificultades que se perfilan para el futuro.

La solución lógica del problema quedaría en la distribución adecuada de las reservas monetarias entre oro y divisas, y en la internacionalización de las divisas guardadas como reservas por los bancos centrales. Es decir, los bancos centrales deberían comprometerse a mantener en divisas una proporción mínima de sus reservas totales, y estas divisas deberían mantenerse en forma de divisas *internacionales* más bien que de divisas extranjeras.

Idealmente tal sistema debería ser implantado por el Fondo Monetario Internacional, el que decidiría, según las presiones inflacionarias o deflacionarias que prevalecieran en el momento, la proporción de las reservas totales que los bancos centrales tendrían que mantener en divisas internacionales, es decir, en depósitos convertibles con el Fondo, y la división de las inversiones correspondientes de activo del Fondo entre oro y divisas nacionales. Los depósitos mantenidos con el Fondo tendrían una garantía total de cambio y de convertibilidad, y las inversiones del Fondo en divisas nacionales quedarían semejantemente sujetas a garantías paralelas por parte de los países en que se hicieran las inversiones. Una consecuencia de este sistema sería que el crecimiento de las

reservas mundiales serviría de base para financiar operaciones de estabilización monetaria muy diversificadas, en vez de concentrarse casi en su totalidad en adquisiciones de oro o en la acumulación de saldos expresados en las monedas más fuertes y escasas.

En un período de transición hacia este sistema, se podrían prever sobregiros —o líneas de crédito— del Fondo a favor de las monedas clave, utilizables para financiar, en totalidad o en parte, cualquier baja de sus saldos a favor de los bancos centrales. Estos sobregiros serían liquidables por amortización gradual en períodos de 10 o 20 años. Por otro lado, los mismos países extenderían a favor del Fondo una línea de crédito equivalente a los saldos en su moneda todavía mantenidos por los otros bancos centrales.

Dicho sistema se acercaría en algo a los depósitos en *bancor* propuestos por Keynes. Tendría, sin embargo, dos diferencias esenciales. La primera sería que el sistema no contempla un derecho automático a obtener préstamos del Fondo por medio de cuotas amplias, como se contemplaba en el plan Keynes. Las inversiones del Fondo serían totalmente discrecionales y sujetas a acuerdos entre el Fondo y el país prestatario en cuanto a las modalidades y condiciones de las mismas. La segunda diferencia es que los países no se comprometerían a mantener cuentas en *bancor* sin ningún límite, sino que se comprometerían a aceptarlas hasta un cierto porcentaje de sus reservas totales. Estas dos modificaciones harían el plan mucho más aceptable para los países acreedores.

Sin embargo, sigo siendo bastante pesimista en cuanto a la posibilidad de negociar en estos momentos acuerdos de esta naturaleza. Creo que se impondrá dentro de algunos años en razón de las dificultades señaladas más arriba, pero es muy difícil esperar que se adelante esta negociación antes de que todos los países se den cuenta exacta de los problemas y de las dificultades que hay que resolver.

Mientras tanto, es más concebible la adopción de un sistema semejante sobre base regional ya sea a través de la Unión Europea de Pagos, o por lo menos por parte de los países europeos que participan en la negociación corriente en la creación de un mercado común entre ellos (es decir, los países de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero: Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo). En caso de que participara también en dicho sistema Inglaterra y los otros países de la Unión Europea de Pagos, la inversión del 20 % de sus reservas totales equivaldría ya a 3,000 millones de dólares. Se advertirá que la gran mayoría de estos países mantienen porcentajes mucho más altos de reservas en cambio extranjero. Finalmente, hay que observar que dicho sistema resolvería de manera muy sencilla y fructífera algunas de las

dificultades más grandes que aún plantea la estructura proyectada del Acuerdo Monetario Europeo concluído en París en agosto de 1955.

No puedo extenderme en esta ocasión sobre la importancia de estas consideraciones para los países de América Latina. Me limitaré entonces a dos o tres observaciones breves como conclusión de este trabajo.

1) Van a tender a desaparecer tanto las presiones como las oportunidades para acuerdos bilaterales entre los países latinoamericanos y los países europeos. Los países latinoamericanos tendrán entonces que elegir entre la eliminación total de sus acuerdos de pagos o la multilateralización de estos acuerdos a través de convenios del tipo "Club de La Haya". Dicha elección no tendría mayor importancia en el momento presente, pero podría tener otra vez una importancia considerable en caso de nuevas dificultades entre el resto del mundo y el área dólar. Además es probable que sea conveniente realizar arreglos multilaterales de pagos para el cobro de algunos renglones de exportación en lo referente a mercaderías de difícil colocación, o sometidas a intervenciones estatales, tales como el algodón, el azúcar, etc.

Se está estudiando en estos momentos la conveniencia de concluir alguna unión de pagos entre los países latinoamericanos mismos. Haré solamente dos observaciones a este respecto. La primera es que la estructura de tal convenio tendría que ser muy distinta de la estructura de la Unión Europea de Pagos por razón del papel muy secundario desempeñado por el comercio entre estos países mismos (el 10 % de su comercio total) en comparación con la importancia del comercio recíproco de los países de la U.E.P. (las tres cuartas partes de sus exportaciones totales). Lo importante sería resolver los problemas que surgen en las relaciones entre los países de América Latina y terceros países, y dar más fuerza a los países latinoamericanos en sus negociaciones con el extranjero. Mi segunda observación es que serían más factibles algunos acuerdos regionales que no se extiendan a todo el territorio de la América Latina sino más bien, digamos, por ejemplo, a México y a América Central, a la región del Río de la Plata, a la región de la Gran Colombia, etc.

Es necesaria una cierta interdependencia económica y política para servir de base firme a acuerdos del tipo que examinamos.

Finalmente, y fuera de tales convenios regionales o internacionales, creo que los países de América Latina tendrán que revisar en los años que vienen la composición misma de sus reservas entre oro, dólares y otras monedas extranjeras. Con el retorno de países importantes a la convertibilidad, se impondrá más y más cada día la conveniencia de una diversificación más pronunciada de las reservas monetarias de cada país, de acuerdo con la estructura de su balanza de pagos.