

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

12

**LAS MONEDAS COMUNES Y LA CREACION
DE LIQUIDEZ REGIONAL**



**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**LAS MONEDAS COMUNES Y LA CREACION
DE LIQUIDEZ REGIONAL**



NACIONES UNIDAS

**COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO REGIONAL CONJUNTO CEPAL/PNUD
POLITICAS FINANCIERAS PARA EL DESARROLLO**

Santiago de Chile, noviembre de 1992

LC/L.724
Noviembre de 1992

Este documento fue preparado por el señor L. Felipe Jimenez y la señora Raquel Szalachman en el marco del Proyecto Conjunto CEPAL/PNUD RLA/92/003 "Políticas Financieras para la Transformación Productiva con Equidad". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con los de la Organización.

INDICE

	<i>Página</i>
INTRODUCCION	5
A. La necesidad de una creación de liquidez regional	5
B. El rol potencial de una moneda regional	6
I. ASPECTOS TEORICOS DE LA DEMANDA POR MONEDAS DE RESERVA .	11
A. La demanda por activos líquidos convertibles	11
B. La demanda por monedas que actúen como "vehículo" de los pagos externos	12
C. La elección de un medio de pago internacional	12
1. Los sistemas de pagos internacionales y la convertibilidad	12
2. Convertibilidad y costos de transacción	13
3. La profundidad y resistencia de los mercados ante las fluctuaciones	14
4. Estabilidad de su valor	15
5. Acumulación de riqueza y consumo futuro	15
6. Comercio exterior e "invoicing"	15
II. EXPERIENCIAS EXTRARREGIONALES EN LA CREACION DE MONEDAS COMUNES	17
A. El dominio de las unidades de cuenta	17
B. Algunas experiencias extrarregionales	18
1. Aspectos generales de la experiencia en la creación de unidades de cuenta en Europa y Asia	18
2. El Derecho Especial de Giro, DEG	19
a. El DEG como unidad de cuenta y activo de reserva	19
b. El DEG y la liquidez internacional	23
3. El ECU	25
III. LA EXPERIENCIA REGIONAL EN LA CREACION DE LAS MONEDAS COMUNES	29
A. El peso Andino	29
B. El peso Centroamericano	30

C. La proposición de la Unidad Monetaria Latinoamericana (UMLA) y el Gaucho	31
IV. LA CREACION DE LAS MONEDAS COMUNES: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA	33
A. Convertibilidad	33
B. Respaldo financiero	33
C. Aspectos de la competitividad de una moneda común	35
1. Liquidez adecuada	35
2. Estabilidad del valor	35
3. El interés sobre su tenencia y uso	36
4. Una moneda común para la creación de liquidez regional	36
Notas	39
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	41

INTRODUCCION

A. La necesidad de una creación de liquidez regional

Con frecuencia durante los recientes años se ha argumentado en favor de la creación de mecanismos que permitan el incremento de la liquidez externa regional, entendida ésta como la disponibilidad de reservas internacionales y el acceso expedito a recursos financieros para hacer frente al pago de los saldos deudores de la balanza de pagos y permitir el normal desenvolvimiento del comercio internacional. En conjunto con la creación de esquemas de integración regional desde la década de los sesenta, se establecieron diversos sistemas de colaboración en el ámbito financiero-monetario orientados principalmente a facilitar los pagos derivados de las transacciones comerciales intrarregionales. En una medida menor estos sistemas han contribuido a la creación de liquidez regional para el financiamiento de los desequilibrios transitorios en el comercio intrarregional y el apoyo de las balanzas de pagos.

A partir de 1982, los acuerdos regionales de cooperación en el campo comercial y financiero enfrentaron, en diverso grado, dificultades. Estas derivaron en la drástica reducción del comercio intrarregional, experimentándose una recuperación parcial sólo hacia fines de la década anterior. Es así como en el período 1981-1986 las exportaciones intrarregionales exhiben reducciones de 38.4% en su valor, reducciones que son superiores a aquellas experimentadas por las exportaciones hacia países fuera de la región, que en igual período se contraen en un 13.8% (CEPAL/PNUD, 1990. La Cooperación Regional en los campos financiero y monetario).

Tras la dramática contracción del comercio regional se encuentran la reducción de los flujos de recursos externos hacia la región y las políticas de ajuste interno que varios países debieron implementar a partir de 1982, las dificultades enfrentadas por los mecanismos financieros de apoyo al comercio para solucionar situaciones de iliquidez generalizadas y los efectos del deterioro de los términos del intercambio.

Lo anterior fue agravado por el hecho de que los saldos deudores del comercio intrarregional debían ser cancelados en monedas convertibles internacionalmente. Ello implica que, en ausencia de monedas regionales que sean buenos sustitutos de monedas convertibles internacionalmente, la escasez de divisas se manifieste en dificultades para realizar los pagos derivados del comercio, con el consecuente entramamiento de los sistemas de comercio regional. El resultado es una contracción de las importaciones intrarregionales y, por ende, en los niveles de actividad, que en alguna medida podría ser evitado. Se argumenta, en consecuencia, que una mayor disponibilidad de liquidez regional permitiría otorgar cierta independencia al comercio intrarregional en relación a las fluctuaciones del comercio hacia terceros países y de la liquidez internacional. Para este propósito las monedas regionales podrían desempeñar un importante papel, en la medida en que sirvan a los objetivos de creación de liquidez regional, sobre la base de proveer un instrumento competitivo, en los roles de unidad de cuenta, medio de pagos y depósito de valor, con las monedas tradicionalmente convertibles.

La creación de liquidez regional requiere de los instrumentos e instituciones que la hacen posible. En el presente documento se discuten algunos aspectos que han estado presentes en las proposiciones orientadas a aumentar la disponibilidad de recursos financieros para efectuar las transacciones externas regionales y solventar los desequilibrios en balanza de pagos. Las experiencias de cooperación regional en los campos financiero y monetario ya fueron discutidas en un documento anterior (Véase CEPAL/PNUD, 1990. La Cooperación Regional en los campos financiero y monetario). El presente análisis se centra en el papel que desempeñan las monedas comunes en la cooperación financiera regional, las características que debieran reunir los instrumentos a través de los cuales se verifica dicha cooperación y la evaluación de diversas experiencias, tanto regionales como extrarregionales, en estas materias.

B. El rol potencial de una moneda regional

Las monedas nacionales, así como aquellas consideradas monedas de reserva, desempeñan tres roles simultáneamente: unidad de cuenta, medio de pagos y depósito de valor. Es frecuente observar situaciones en las cuales el rol de unidad de cuenta es asignado a un cierto objeto económico, en tanto los pagos se efectúan utilizando otro objeto económico, empleando las correspondientes equivalencias. En el plano del comercio exterior, son frecuentes los casos en los cuales las transacciones son denominadas en una cierta moneda común, pero la cancelación de los saldos deudores se efectúa utilizando una moneda convertible internacionalmente. Resulta, por el contrario, más difícil separar el rol de una moneda común como unidad de cuenta y depósito de valor. Para ilustrar este punto, es conveniente recurrir al ejemplo de algunas unidades de cuenta existentes en la actualidad.

El Derecho Especial de Giro, emitido por el FMI, así como el ECU, en el caso de la CEE, son unidades de cuenta definidas como una combinación de otras monedas nacionales convertibles. Ambos casos serán discutidos en detalle más adelante. El atractivo de estas unidades de cuenta como depósito de valor se relaciona, entre otras cosas, con la posibilidad que ofrecen de reducir las pérdidas de capital originadas en fluctuaciones de los tipos de cambio entre las monedas. Este aspecto depende estrechamente de la forma en que sea definida la unidad de cuenta, es decir, las proporciones de las distintas monedas incluidas, los tipos de cambio a ser empleados para otorgar un valor a la unidad de cuenta y la revisión periódica de su composición. Otros aspectos que afectan el atractivo de las monedas como depósito de valor, tales como la posibilidad de reeditar un interés competitivo, su convertibilidad, tener adecuada liquidez y respaldo, serán discutidos más adelante.

Las monedas nacionales son unidades de cuenta definidas en términos abstractos, e.g., un peso, un dólar, un sucre, cuyo atractivo como depósito de valor depende, en adición a los aspectos señalados, de la estabilidad de su poder adquisitivo en términos de bienes. Por el contrario, las monedas comunes están expresadas en términos de monedas convertibles y su atractivo como depósito de valor depende de su poder de compra sobre las monedas nacionales que la componen, así como sobre otras monedas. En suma, en el caso de las monedas comunes, no es posible discutir separadamente sus roles de unidad de cuenta y de depósito de valor, excepto en los casos extremos en los cuales una moneda común es simplemente una moneda nacional con otro nombre, o bien, en el supuesto heroico de que los tipos de cambio entre las monedas componentes de la unidad de cuenta están fijos para siempre.

Sin pretender ser exhaustivos, los siguientes son usos posibles para las monedas comunes a ser adoptadas en una región: a) para fines de denominación del comercio intrarregional, incluyendo en ello el crédito comercial asociado, b) la denominación de instrumentos de inversión de largo plazo, c) para la administración de la liquidez de corto plazo de los bancos centrales u otras instituciones financieras, d) la denominación de los créditos oficiales intrarregionales y e) como medio de pagos para saldar las obligaciones derivadas de los puntos anteriores. A continuación se discuten las implicancias que el énfasis en estos usos tiene para el diseño de una moneda regional.

Para los fines de expresar los valores de una transacción comercial y del crédito comercial normal, probablemente los factores mencionados por McKinnon (1979) serán los que determinarán las características de una moneda regional en su rol de unidad de cuenta.¹ Así, si el comercio exterior de los países de una determinada región tiende a estar concentrado en bienes homogéneos, para los cuales existen mercados internacionales que establecen sus precios sobre una base standard, entonces es altamente probable que los exportadores procuren reducir la probabilidad de pérdidas cambiarias denominando sus contratos en las monedas utilizadas para establecer el precio en dichos mercados. En estas circunstancias, en caso de convenirse en una unidad de cuenta común a una región para denominar los contratos de exportación intrarregional, posiblemente consistirá en una redenominación de una de las monedas convertibles importantes empleadas con anterioridad, tal como el dólar. Esta ha sido la experiencia en Latinoamérica, en los casos del Peso Andino y del Peso Centroamericano.²

Por el contrario, si predomina el comercio en bienes diversificados, sobre cuyos precios los exportadores retienen algún grado de influencia, cada agente individual reduciría las probabilidades de pérdidas cambiarias denominando los contratos en su propia moneda, si ésta es relativamente estable vis a vis las demás. Si se establece una unidad de cuenta regional, ésta podría incluir monedas de los países integrantes del acuerdo. Tal es el caso de algunas unidades de cuenta creadas por el sector privado en Europa, según las experiencias descritas por Aschheim y Park (1976).³

Los párrafos anteriores se refieren a las operaciones de comercio exterior y crédito comercial privado en su relación a las características deseables para las unidades de cuenta. No se refieren al crédito oficial asociado al financiamiento del comercio intrarregional o de eventuales problemas de balanza de pagos de los países del acuerdo. Los créditos otorgados a otros países por los bancos centrales forman parte de las reservas externas y en su administración influyen consideraciones de liquidez, protección de su valor y de política cambiaria. Nos referiremos en esta parte a las unidades de cuenta y su contribución a la protección del valor de las reservas internacionales.

Desde el punto de vista de la protección del valor de las reservas internacionales con respecto a las fluctuaciones en los tipos de cambio, la recomendación derivada de la teoría del portafolio consiste en su diversificación en términos de monedas, seleccionando un conjunto tal que las variaciones en sus cotizaciones afecte lo menos posible el valor de las reservas. Para ello es necesario determinar la composición óptima del portafolio de monedas, según las varianzas y covarianzas exhibidas por sus cotizaciones. En el extremo, si existiesen dos monedas, cuyo coeficiente de correlación fuese exactamente -1, i.e. sus variaciones de precio están perfectamente sincronizadas en forma inversa, es posible seleccionar una combinación de ambas de tal modo de estabilizar totalmente el valor del portafolio, expresado en alguna de las dos monedas. En la práctica, los bancos centrales deben optimizar su portafolio dentro de las restricciones impuestas por la composición según monedas del comercio exterior, la presencia de costos de conversión que limita el número de monedas a ser mantenidas⁴ y la política cambiaria imperante, la que en

ocasiones se traduce en que el Banco Central debe mantener mayores saldos operativos en la moneda convertible utilizada para intervenir en el mercado cambiario.⁶

Si suponemos, de acuerdo a la experiencia, que en el horizonte previsible la moneda común o regional no será empleada para intervenir en el mercado cambiario, el rol que ésta puede desempeñar en la función de estabilización del valor de las reservas externas del banco central es proveer un instrumento adicional para la diversificación de los riesgos cambiarios. En tal sentido probablemente una moneda común compuesta por una canasta de monedas convertibles sea una alternativa atractiva para los bancos centrales, dadas las conocidas propiedades de estabilidad que dichos arreglos ofrecen en comparación a las unidades vinculadas a una sola moneda convertible.⁶ Este es el fundamento de las unidades de cuenta "artificiales" creadas por diferentes instituciones financieras públicas y privadas en Europa.⁷ Es también probable, dada la reciente evolución de los tipos de cambio en latinoamérica así como por las distintas políticas cambiarias que han prevalecido, que los bancos centrales prefieran excluir de dicha canasta las monedas nacionales de la región y opten por establecer una unidad basada en las principales monedas convertibles, tal como ocurre en el caso del DEG.

Este razonamiento no excluye a priori que los bancos centrales prefieran utilizar regionalmente una unidad de cuenta ligada a una sola moneda convertible y concentrar sus esfuerzos de diversificación en el resto de las reservas internacionales, excluidas aquellas destinadas a los pagos regionales. Esta situación podría justificarse si el volumen de pagos intrarregionales es relativamente bajo en relación al conjunto de los pagos externos, de modo tal que no resulte atractiva la creación de una unidad de cuenta basada en una canasta de monedas. Adicionalmente, cabría la posibilidad teórica de que la composición de los pagos externos según monedas convertibles fuera tan disímil entre los países que hiciera muy difícil establecer una canasta de monedas que ofreciese una diversificación de riesgo conveniente para todos ellos. Por el contrario, en tanto mayores sean los pagos intrarregionales en relación al total de los pagos externos y a mayor similitud de la composición de los pagos hacia terceros países, mayor será el atractivo ofrecido por una unidad de cuenta basada en un conjunto de monedas convertibles como vehículo para la diversificación de riesgos.

Otro factor que eventualmente podría inducir a los países a utilizar sólo una moneda convertible para efectos de tenencia de reservas, es una reducida exposición a otras monedas debido a la composición de su comercio y finanzas externas. No obstante que en el pasado las vinculaciones externas de la región se han concentrado en aquellas con los Estados Unidos, contribuyendo a hacer del dólar la principal moneda de tenencia de reservas, las tendencias recientes apuntan a una mayor diversificación, no sólo en la región sino que también por parte del resto del mundo. Posiblemente sea éste uno de los factores tras la continua declinación de la importancia relativa del dólar como moneda de reserva de los bancos centrales.⁸

Las unidades de cuenta también pueden ser empleadas en la denominación de instrumentos de inversión de largo plazo, ya sea para la inversión financiera intrarregional de carácter privado o para la cooperación financiera oficial de largo plazo. En ambos casos también se aplican los razonamientos anteriores relativos a la diversificación de riesgos. Sin embargo existen algunas diferencias que deben tenerse en cuenta.

Las fluctuaciones cambiarias suelen ser más pronunciadas en el corto plazo, período durante el cual las cotizaciones de monedas suelen ser muy sensibles a factores especulativos, shocks transitorios y expectativas de cambios en la política económica de los países. En un horizonte mayor, el valor relativo de las monedas convertibles tiende a mantener una relación más estrecha con sus determinantes fundamentales, es decir, la competitividad de los sectores productivos y financieros del país emisor. Por tal razón,

para los efectos de diversificación de riesgos, una unidad de cuenta empleada para operaciones de corto plazo requeriría una canasta de monedas más amplia que una empleada para operaciones de plazo mayor, como es el caso de las inversiones en bonos o títulos de deuda.

No obstante los matices que diferencian los usos posibles para una moneda común, en la práctica no parece aconsejable la existencia de una multiplicidad de unidades de cuenta. El propósito de estas reflexiones es más bien orientar acerca de algunos factores que influyen sobre el diseño más conveniente de una moneda común.

La adopción de una moneda común como medio de pagos regional para los usos anteriormente discutidos, en adición a desempeñar el rol de unidad de cuenta para las transacciones intrarregionales, requiere del correspondiente acuerdo entre los países participantes, estableciendo la existencia de cuentas bancarias que puedan ser cargadas y acreditadas en esta moneda, la designación de un banco como cámara de compensación (clearinghouse), etc., tal como en la actualidad existe para el Sistema de Pagos y Créditos Recíprocos de ALADI. Una moneda común, como unidad de cuenta y medio de pagos debe reunir ciertas características que permitan cubrir los riesgos cambiarios derivados de la mantención de saldos, deudores o acreedores. En otras palabras, la utilización de una moneda como medio de pagos depende de su atractivo como depósito de valor y, en el caso de las monedas creadas para ser utilizadas en una región, de sus características como unidad de cuenta. Los restantes capítulos de este documento están orientados a discutir, tanto desde un punto de vista teórico como a través del análisis de la experiencia, las principales características que debiera reunir una moneda regional que contribuya a la superación de los problemas interpuestos por eventuales escaseces de liquidez en la región.

I. ASPECTOS TEORICOS DE LA DEMANDA POR MONEDAS DE RESERVA

A. La demanda por activos líquidos convertibles

Antes de indagar acerca de la experiencia regional en la creación de liquidez regional es conveniente recordar cuales son, desde un punto de vista teórico, los motivos económicos que llevan al surgimiento de monedas comunes y unidades de cuenta regional empleadas para el intercambio entre países.

Para efectos de la discusión se debe tener en cuenta que en la actualidad si las actividades de importación y exportación son realizadas en primera instancia por productores y distribuidores de bienes y servicios, el pago que éstas conllevan generalmente se efectúa a través de un intermediario financiero, o bien, por productores o compradores directos que ejerzan funciones de este carácter. En consecuencia, la conveniencia o desventaja de los sistemas de pagos debería, en principio, analizarse desde el punto de vista de un agente financiero, sea este el Banco Central o una institución financiera.

En uno de los primeros análisis del mercado de eurodólares, Swoboda (1968) estableció dos aspectos de la demanda por divisas convertibles que son relevantes para la discusión respecto de la conveniencia de las monedas comunes. El primer aspecto se refiere al siguiente problema. En una situación en la cual los tipos de cambio entre las monedas son perfectamente fijos, sin existir incertidumbre al respecto, y en la cual los retornos sobre los activos denominados en diferentes monedas se han igualado: ¿Cual podría ser el origen de una demanda por divisas convertibles líquidas por parte de un agente que debe enfrentar flujos continuos de ingreso y gasto denominados en monedas diferentes? En otras palabras, una vez que los incentivos de diversificación de portafolio han sido tomados en cuenta ¿Cual es la razón para que un operador de cambios retenga parte de sus activos financieros en la forma de activos externos líquidos que no devengan interés?

Un problema similar fue analizado por Baumol (1952) al discutir los orígenes de la demanda por dinero. Utilizando un enfoque de inventario óptimo, la respuesta a ambos problemas está en la existencia de *costos de conversión* incurridos al transformar un activo que no es perfectamente líquido y devenga interés (e.g. bonos o depósitos a plazo) en un activo líquido. En el caso de los pagos internacionales, en la medida en que para ello se empleen activos líquidos, la existencia de costos de transformar activos menos líquidos, posiblemente denominados en moneda nacional, en activos líquidos denominados en moneda extranjera, induce a que las conversiones, en lugar de sincronizarse perfectamente al flujo continuo de pagos en moneda extranjera, se realicen con una frecuencia menor que la de los pagos y en montos que exceden las necesidades instantáneas de divisas. En consecuencia, la existencia de costos de conversión de activos originará una demanda positiva por activos externos líquidos, aun cuando estos no perciban interés.

B. La demanda por monedas que actúen como "vehículo" de los pagos externos

La relevancia del resultado anterior para efectos del objeto de este documento radica en las implicancias de la existencia de costos de conversión para el segundo aspecto que Swoboda discute. El argumento anterior indica que, en principio, los operadores de cambios mantendrán una demanda positiva por activos líquidos externos denominados en tantas monedas extranjeras como el número de países con que se realicen transacciones. Como se demuestra en el mencionado artículo, los costos de conversión de activos dan origen a la existencia de *economías de escala* cuando en los pagos externos se utiliza un número reducido de monedas.

Si bien la demostración en el artículo original es realizada en términos de la minimización del costo de las conversiones de activos, la esencia del argumento puede presentarse de la siguiente manera. Como se señaló, debido a los costos de conversión, estas se realizan en montos que exceden a las necesidades instantáneas de liquidez, originando saldos líquidos ociosos. Si es posible inducir que un país acepte pagos en moneda de otro, se podrá utilizar parte de dichos saldos ociosos y evitar al menos una de las conversiones. Con ello no sólo se evitaría el costo directo de al menos una conversión, sino que además se mantendrán percibiendo intereses aquellos activos que antes era necesario convertir, incrementándose el ingreso de la institución que opera en el mercado de moneda extranjera. Este argumento, en el extremo, lleva a concentrar las transacciones externas en una sola moneda convertible utilizada por todos los países como vehículo para los pagos externos. Obviamente, las consideraciones de riesgo, así como los diferenciales de tasas de interés y de cambios esperados en las paridades nominales, dictarán la necesidad de cierta diversificación del número de monedas utilizadas como medio de pago.

En conclusión, si antes era necesario realizar varias conversiones de determinada magnitud hacia las múltiples monedas en las cuales se realizaban los pagos, originando la existencia de saldos líquidos ociosos en varias monedas, la concentración de los pagos en unas pocas monedas permite reducir el monto promedio de saldos líquidos ociosos, elevando con ello la proporción de activos que devengan interés en el portafolio y, en consecuencia, los ingresos de la institución financiera.

En suma, la utilización como medio de pagos internacionales de un número reducido de monedas va en beneficio de todos los países. Este resultado lleva a indagar acerca de las características de las monedas que serán utilizadas como medio de pago internacional.

C. La elección de un medio de pago internacional

1. Los sistemas de pagos internacionales y la convertibilidad

Los estudios relativos a las monedas convertibles utilizadas como medio de pago internacional señalan que tanto factores históricamente casuales como elementos económicos sistemáticos, contribuyen a explicar el status alcanzado por algunas monedas nacionales en el sistema financiero internacional (Véase Black 1985, Gandolfo 1987, McKinnon 1979, Swoboda 1968). Según estos estudios, la *convertibilidad* de una moneda es el aspecto más importante, en relación a su utilización en transacciones que envuelven monedas diferentes. Siendo éste un concepto cambiante, McKinnon establece la siguiente definición práctica de convertibilidad.

Una moneda es convertible si:

a) Los residentes de un país que deseen adquirir bienes y/o servicios extranjeros (cuyo comercio no haya sido específicamente restringido), o realizar cualquier transacción corriente, incluyendo el crédito comercial normal, pueden comprar moneda extranjera a cambio de moneda doméstica en un mercado unificado, a un tipo de cambio único aunque posiblemente variable; y

b) Los no-residentes que posean saldos en moneda nacional originados en transacciones corrientes, pueden venderlos a cambio de moneda extranjera a ese mismo tipo de cambio u obtener libremente bienes y servicios nacionales, a los precios prevalecientes en el mercado doméstico.

Obsérvese que, a diferencia de la práctica en el siglo pasado, esta definición de convertibilidad no conlleva la obligación de respetar una cierta paridad o la convertibilidad directa en oro. Cabe recordar que, bajo el artículo IV del acuerdo de Bretton Woods, hasta 1971 los países se comprometían a proveer de moneda extranjera a los residentes, a paridades que no se desviasen en más de un 1% respecto de la paridad oficial. Nótese que esta definición tampoco exige convertibilidad para todas las operaciones de capital, las que frecuentemente han sido restringidas por los países por razones de diferente índole. Sin embargo, la definición anterior efectivamente incluye a todas las operaciones relativas al pago de factores, tanto capital como trabajo.

Desde el punto de vista de esta definición, si bien las restricciones al comercio en algunos ítemes específicos (armas, drogas, etc.) o a los movimientos de capitales, no afectan la convertibilidad de una moneda, las prohibiciones masivas, los tipos de cambio múltiples, la existencia de cuotas, los controles de cambios, etc., son medidas que inciden negativamente en la convertibilidad y, por ende, sobre el potencial de una moneda para ser empleada como medio de pago internacional.

La convertibilidad de las monedas es, según Gandolfo (1987), una condición indispensable para el funcionamiento de un sistema multilateral de comercio y pagos. De acuerdo a este autor el aspecto básico sería la convertibilidad por parte de los no-residentes. Es decir, si un exportador ha adquirido saldos en moneda de un cierto país, este debe poder convertir libremente estos saldos en otra moneda que le permita hacer transacciones en otros países. Si, por el contrario, no le es permitido adquirir divisas, el exportador deberá recurrir ya sea a un importador interesado en adquirir bienes en el país de origen de la moneda, o bien adquirir directamente los bienes en dicho país e intentar venderlos en otro mercado. Este es un sistema bilateral, que limita seriamente el desarrollo del intercambio entre los países, puesto que impone costos adicionales a los participantes en el comercio internacional.

2. Convertibilidad y costos de transacción

En la literatura más reciente suele distinguirse entre los costos de información y los costos de transacción. Adicionalmente se distinguen de los anteriores los costos financieros incurridos. En los primeros se incluyen los costos necesarios para establecer el nivel de los riesgos incurridos y la identificación de los oferentes/demandantes potenciales. En los costos de transacción, se incluyen las actividades administrativas que es preciso realizar (registro, verificación, monitoreo, establecimiento de garantías, etc.) para llevar a cabo las transacciones de modo de cautelar la solvencia de los agentes financieros. Los costos financieros incluyen el interés redituado, las variaciones en los precios de los activos, así como aquellos asociados a la cobertura o "hedging" de los riesgos asumidos. En este documento se ha seguido la práctica, común en la

literatura de carácter teórico, de tratar en forma conjunta los costos de información y de transacción.

Puesto que el requerimiento de convertibilidad para fines de su potencial uso como moneda "vehículo" para los pagos internacionales aún deja un amplio margen de elección, corresponde establecer cuales, entre las monedas convertibles, podrían acceder al status de medio de pago internacional. La discusión anterior sugiere que los costos de conversión ejercerán una influencia importante: en tanto menores sean dichos costos para una cierta moneda, mayor será el atractivo para utilizarla como medio de pago.

Un enfoque representativo de esta línea de pensamiento es el modelo elaborado por Chrystal (1980). El problema enfrentado por un operador cambiario es minimizar los costos de convertir la moneda j en moneda i . Para ello puede recurrir tanto al intercambio directo o bien puede utilizar una tercera moneda z como "puente" o "vehículo". Bajo un régimen de tipos de cambio fijos, y en ausencia de incertidumbre al respecto, la estrategia escogida por el operador dependerá de los costos que cada una de ellas involucre. En la medida en que los costos se relacionan con la mayor o menor probabilidad de encontrar otro operador dispuesto a realizar las transacciones recíprocas, el operador preferirá utilizar una moneda vehículo, en lugar del intercambio directo, si la probabilidad conjunta de vender j a cambio de z y luego vender z para obtener i a cambio, es mayor que la probabilidad de vender j a cambio de i .

Las probabilidades de realizar transacciones en una determinada moneda son, teóricamente, una función directa del tamaño del mercado correspondiente. En consecuencia, las monedas de los países que exhiben una alta presencia en el mercado internacional de bienes y servicios, son buenos candidatos para alcanzar el status de medio de pago internacional. En adición a las economías de escala discutidas precedentemente, que se relacionan con las ventajas de realizar las transacciones internacionales en un grupo reducido de monedas, optimizando el uso de los saldos líquidos ociosos y economizando en costos de conversión, en un mercado amplio pueden surgir otras economías de escala en la intermediación financiera asociadas a la mayor familiaridad de los agentes de diferentes países con el comportamiento de la moneda vehículo bajo diferentes condiciones, la mayor facilidad para llevar el control y registro contable de las operaciones, etc.

Obsérvese que este resultado es en cierta medida tautológico: una moneda será utilizada como medio de pago internacional si su mercado potencial es amplio, ya sea porque el país de origen figura prominentemente en el comercio exterior mundial o ésta ya está siendo ampliamente utilizada para saldar las transacciones internacionales. Estos factores sirven para explicar porqué las monedas que poseen el status de medio de pago internacional, aun cuando exhiban deficiencias en otros aspectos considerados importantes para un medio de pago, tienden a retener dicho status. Por ejemplo, no obstante las fluctuaciones de sus valores en términos de otras monedas, el dólar y la libra esterlina continúan siendo empleadas como moneda vehículo, aunque en menor medida que hace treinta años.

3. La profundidad y resistencia de los mercados ante las fluctuaciones

Cuando los operadores y tenedores de moneda extranjera son aversos al riesgo, entonces sus preferencias se inclinarán hacia aquellas monedas cuyos mercados les permitan evitar pérdidas de capital originadas en sus intentos por vender activos. Puesto que en los mercados amplios y de mayor profundidad es menos probable que las acciones de un

participante individual afecten los resultados de mercado, los potenciales tenedores de monedas extranjeras (bancos centrales e instituciones financieras comerciales, operadores del comercio exterior y otros inversores) preferirán aquellas cuyos mercados exhiban estas características.

Adicionalmente, tal como lo señala Swoboda, los mercados amplios y profundos son en general más resistentes, en el sentido de exhibir una mayor capacidad de absorción de shocks transitorios, exhibiendo menores fluctuaciones de precios ante la eventualidad de shocks y recuperando el equilibrio con mayor celeridad que en los mercados estrechos y poco profundos. Esto es válido siempre que la magnitud de los shocks no sea proporcional al tamaño de los mercados.

En suma, desde el punto de vista de agentes aversos al riesgo, la reducción de las probabilidades de pérdidas de capital requiere que las monedas utilizadas como vehículo de las transacciones internacionales posean mercados amplios y profundos.

4. Estabilidad de su valor

Una de las condiciones básicas para el éxito de un medio de pago es la relativa estabilidad de su valor. Consecuentemente, si se anticipa que el tipo de cambio de una moneda experimentará fluctuaciones considerables en el futuro, su potencial como medio de pago internacional se verá negativamente afectado. Obsérvese, no obstante, que en virtud del carácter auto-reforzante del status de medio de pago internacional señalado anteriormente, la moneda retiene el status alcanzado a pesar de las variaciones experimentadas por su valor. Así, el dólar ha continuado en su rol como la principal moneda empleada para saldar las transacciones internacionales, a pesar de las considerables fluctuaciones que su valor ha exhibido en la historia reciente.

Una demostración de la importancia que los agentes económicos asignan a la estabilidad del valor de un medio de pagos internacional, son los diferentes esfuerzos, tanto privados como oficiales, de creación de unidades de cuenta "artificiales", sobre los cuales nos referiremos más adelante.

5. Acumulación de riqueza y consumo futuro

Uno de los motivos para procurar la obtención de activos denominados en ciertas monedas proviene del deseo de obtener un poder de compra generalizado. Cuando una parte importante de los bienes adquiridos en el exterior provienen mayoritariamente de un país determinado, entonces probablemente la acumulación de activos financieros externos se realizará en activos denominados en la moneda de dicho país, con el propósito de asegurar el comando sobre una corriente futura de bienes proveniente de éste.

Alternativamente, los agentes pueden desear acumular activos denominados en una moneda que asegure el comando sobre un poder de compra válido en varios países, por lo cual preferirán las monedas de uso difundido en las transacciones internacionales.

6. Comercio exterior e "invoicing"

Si bien en las economías actuales la mayor parte de los pagos internacionales son realizados a través de instituciones financieras, existen otros factores, ligados a la naturaleza de los bienes exportados e importados, que afectan la elección entre monedas

a ser utilizadas como medio de pagos internacional. Nos referimos a la elección de la moneda en la cual los exportadores prefieren denominar sus contratos con el resto del mundo.

Hasta aquí el análisis ha enfatizado el comportamiento de los agentes que realizan la intermediación financiera como uno de los factores que contribuyen a explicar el status alcanzado por ciertas monedas en el mercado financiero internacional. El comportamiento de estos agentes también los llevará a tomar en cuenta las preferencias de los exportadores en la elección de una moneda para realizar las transacciones internacionales. Si bien, como se discute más arriba, el operador cambiario puede emplear una tercera moneda como vehículo en lugar de realizar las transacciones directamente en las monedas en las cuales se denominan los contratos de exportación, incurre de este modo en un riesgo cambiario. En consecuencia, las preferencias de los exportadores por usar determinadas monedas en los contratos influirán sobre la elección entre monedas alternativas que realiza el agente financiero, en su intento de minimizar los riesgos cambiarios a los que se expone.

Los estudios realizados en este aspecto han originado hipótesis muy relevantes para el caso latinoamericano. McKinnon (1979) presenta evidencia que vincula la elección de la moneda utilizada para denominar los contratos con la naturaleza de los bienes exportados. Se distinguen dos tipos de bienes, a) Transables I, de origen principalmente manufacturero, de carácter heterogéneo o diferenciados, para los cuales el productor retiene, al menos en el corto plazo, cierta influencia sobre su precio, y b) Transables II, de origen principalmente primario, homogéneos, cuyos precios son determinados en mercados internacionales sobre la base de especificaciones estandarizadas. Los países desarrollados exportan mayoritariamente productos del tipo "Transables I", en tanto los países menos desarrollados se concentran en la exportación de bienes "Transables II". Los exportadores de países desarrollados, dado que sus costos suelen estar mayoritariamente denominados en moneda nacional, tienden a establecer sus contratos utilizando sus propias monedas, por cuanto ello elimina el riesgo cambiario. En contraste, los exportadores de países menos desarrollados, al no tener un control efectivo sobre los precios de los bienes exportados, deben aceptar denominar sus contratos de exportación en monedas convertibles internacionalmente y, en consecuencia, aceptar los riesgos cambiarios que involucra la diferente denominación de sus ingresos y sus gastos. Una excepción notable a lo anterior es el caso de Japón, cuyas exportaciones frecuentemente se han denominado en dólares, aun cuando se observa recientemente una creciente utilización del yen para expresar las obligaciones derivadas de los contratos de exportación. Según McKinnon, la única explicación plausible en este caso sería que en décadas no muy lejanas Japón podía ser considerado como un país de bajo desarrollo en comparación a Europa y Estados Unidos.

En suma, en el caso latinoamericano, la influencia de las preferencias de los exportadores sobre la selección de las monedas utilizadas para realizar los pagos internacionales reforzaría la tendencia a utilizar las monedas de los países más desarrollados, dada la naturaleza de las exportaciones de la región.

II. EXPERIENCIAS EXTRARREGIONALES EN LA CREACION DE MONEDAS COMUNES

A. El dominio de las unidades de cuenta

La creación de unidades de cuenta ha sido un fenómeno común en la historia económica pasada, tanto por agentes privados como por instituciones oficiales. En latinoamérica, por ejemplo, el Fondo Andino de Reservas, FAR, emite y administra el Peso Andino, el Peso Centroamericano fue utilizado como unidad de cuenta en el contexto del Mercado Común Centroamericano, MCCA, se han realizado propuestas para la creación de una unidad monetaria latinoamericana, UMLA, por parte de la ALADI, y Brasil y Argentina discutieron la creación del "Gaucho" en el contexto de un programa de integración económica subregional. Otros casos conocidos son la creación de los Derechos Especiales de Giro por parte de Fondo Monetario Internacional, la ECU en la Comunidad Económica Europea, así como varios otros casos de creación de unidades de cuenta por parte de instituciones financieras privadas.

Diversos son los motivos que parecen incentivar la creación de estas unidades de cuenta. En una primera instancia el propósito se habría orientado a proveer una medida cuyo valor exhibiera una variabilidad menor que las monedas nacionales utilizadas en las transacciones internacionales, especialmente tras la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro en 1971 y la inauguración del período de flotación de las monedas en 1973. La introducción de unidades de cuenta compuestas por varias monedas nacionales convertibles, tal como el EURCO creado en 1973 por un grupo de bancos europeos y la modificación del DEG en 1974, en la cual se le confirió a este características similares a las del EURCO, son ejemplos de esquemas tendientes a reducir la variabilidad de la unidad de cuenta. En una etapa posterior, la creación de nuevas unidades de cuenta perseguía adicionalmente la creación de un medio de pago a ser empleado entre determinados países, incrementando la disponibilidad de liquidez para hacer frente a eventuales desequilibrios externos.

La utilización de un objeto económico como medio de pago universalmente aceptado, es el resultado de una conversión social. Según Aschheim y Park (1976) dicha convención puede ser establecida mediante a) un decreto del gobierno estableciendo que cierto instrumento debe ser reconocido como medio legal de pago, b) garantía por ley o contrato de la convertibilidad de un instrumento en otro cuyo carácter de dinero ya ha sido establecido (e.g. convertibilidad en oro o alguna moneda nacional convertible), c) los miembros de un grupo pueden acordar la aceptación de un cierto instrumento como medio de pago, y d) un miembro importante de un determinado grupo decide aceptar cierto instrumento como medio de pago, estableciendo con ello un precedente seguido por otros miembros del grupo. A diferencia de los medios de pagos nacionales, las unidades de cuenta utilizadas en el ámbito internacional o regional requieren para su establecimiento de un acuerdo formal entre países. En ausencia de una reglamentación internacional sancionando su existencia, el establecimiento de un instrumento como unidad de cuenta y medio de pago internacional a través de la acción espontánea del

sector privado o bien como resultado de las acciones de organismos financieros multilaterales, es un proceso gradual que abarca varias décadas.

Algunos autores, tal como McKinnon (1979), son relativamente escépticos respecto de la posibilidad de establecer un medio de pagos puramente internacional. Uno de los aspectos abordados por McKinnon se refiere al valor de dicho medio de pagos. Las monedas nacionales constituyen obligaciones legales y están respaldadas por una sanción legal requiriendo a las personas su utilización en el flujo circular de producción y consumo dentro de los límites nacionales. El dominio para el cual una demanda por el stock de dinero se verifica está entonces perfectamente circunscrito. Aun en este caso, sin embargo, la autoridad monetaria nacional controla el valor real de la moneda sólo a través de métodos indirectos, en lugar de intervenir directamente en el mercado de bienes. Por el contrario, el dominio de una moneda fiduciaria internacional no está definido en forma única ni natural. El nexo para el intercambio internacional de bienes y servicios no es del exclusivo dominio de un medio de pago internacional puro, por cuanto monedas nacionales convertibles han sido y podrán seguir siendo empleadas para tal fin. Tampoco existe el equivalente internacional de una legislación requiriendo el uso de una cierta moneda como medio de pago y, en consecuencia, resulta difícil especificar una demanda privada por ellos. Aún más, sería poco realista esperar que una autoridad monetaria internacional lograra adecuar la oferta del medio de pago internacional a una demanda privada inestable y posiblemente inexistente. En suma, el intento de liberarse de la influencia de las monedas nacionales convertibles probablemente redundaría en que el poder de compra del medio de pago internacional puro sería indeterminado. En consecuencia, debido a las dificultades para establecer un valor independiente para el dinero fiduciario internacional, su utilización se ha visto limitada a servir de unidad de cuenta, cuyo valor real está ligado a aquel de las monedas nacionales convertibles.

No obstante, McKinnon sugiere la posibilidad de que un dinero fiduciario internacional fuera demandado voluntariamente por tenedores privados, por sus atributos de rentabilidad y liquidez. Para ser demandado como depósito de valor y medio de pago, su rentabilidad, liquidez y estabilidad como unidad de cuenta deben ser competitivas con el sistema vigente, basado en el dólar. Sin embargo, aún en este caso, existen economías de escala asociadas a la utilización de una moneda única para el intercambio internacional, y el dólar, el yen, el franco, el marco y la libra esterlina, entre otras, ciertamente gozan de una gran ventaja en organización y familiarización de los participantes en estos mercados.

B. Algunas experiencias extrarregionales

1. Aspectos generales de la experiencia en la creación de unidades de cuenta en Europa y Asia

Aschheim y Park (1976) discuten los resultados obtenidos en la experiencia con nueve unidades de cuenta creadas entre 1950 y 1975, que incluyen varias de las actualmente existentes. De acuerdo a los autores, el principal propósito de la creación de estas unidades ha sido reducir la variabilidad del numerario utilizado para denominar los valores de un contrato, con el objeto de evitar pérdidas de capital. Esta motivación se vio especialmente reforzada luego del colapso del sistema de tipos de cambios fijos en 1973. No obstante, según se señala en el citado estudio, varias unidades de cuenta, entre ellas algunas creadas por agentes privados, precedieron a la era de flotación de las monedas.

Del examen de las experiencias reseñadas por Aschheim y Park se obtienen las siguientes lecciones:

- a) En una primera etapa, aquella precedente a la flotación de las monedas, las unidades de cuenta tendieron a estar ligadas a una determinada paridad con respecto al oro.
- b) Con el abandono progresivo del sistema de Bretton Woods, se tornó impracticable la vinculación de las unidades de cuenta con respecto al oro, estableciéndose, por lo general, unidades de cuenta en función de diferentes canastas de monedas. Las discrepancias entre las paridades declaradas con respecto al oro y el valor de mercado de las monedas en términos de éste, causaba diferencias considerables entre el valor de las unidades de cuenta empleando las paridades declaradas y sus valores de mercado.
- c) La amplitud de las canastas es variable según el propósito de la unidad de cuenta. Así, cuando el propósito fue la garantización del poder de compra de los activos financieros dentro de la Comunidad Económica Europea, algunas unidades de cuenta incluyeron sólo las monedas de dichos países, dejando otras monedas convertibles, tales como el dólar y en algunos casos la libra esterlina, fuera de la canasta.
- d) Las monedas incluidas en las canastas no se circunscriben sólo a monedas relativamente fuertes. Frecuentemente se incluyeron, en proporciones variables, tanto monedas débiles como fuertes. Incluso, en algunos casos y con el fin de otorgar una mayor estabilidad a la unidad de cuenta, para efectos del cálculo de su valor se excluyen del conjunto de monedas componentes de la canasta tanto aquellas monedas que, durante cierto período, se han fortalecido más que las restantes como aquellas que se han debilitado más.
- e) Las proporciones en que las diferentes monedas participan en la unidad de cuenta es variable, según criterios preestablecidos que se orientan a reflejar la importancia cambiante de las economías cuyas monedas se incluyen, i.e., la participación de cada país en el comercio exterior.
- f) En muchos casos, aun cuando se estableció exitosamente una cierta unidad de cuenta, el medio de pago continuó siendo el dólar u otra moneda convertible de un país participante en el acuerdo.

2. El Derecho Especial de Giro, DEG.

a. El DEG como unidad de cuenta y activo de reserva.

El Derecho Especial de Giro, DEG, fue creado por el Fondo Monetario Internacional como un activo internacional y unidad de cuenta en 1969, con el fin de suplementar la liquidez internacional, en aquel entonces estrechamente dependiente de la evolución de las cuentas externas de los Estados Unidos, y reforzar la convertibilidad del dólar en oro (véase Gandolfo, 1987, Capítulo 19, Polak, 1979, Coats, 1982, y los informes anuales del FMI).

El valor inicial del DEG fue fijado en 0.888671 gramos de oro fino, equivalentes en ese tiempo a un dólar, a la paridad oficial. Esta relación directa entre el DEG y el dólar fue modificada luego de su devaluación y suspensión de convertibilidad en oro durante 1971. Finalmente, en 1974 se abandonan los intentos por vincular el DEG al dólar, o al oro a través de éste. Las fuertes variaciones de valor del DEG en términos de las otras monedas, consecuencia del debilitamiento del dólar y del comienzo de la flotación entre las principales monedas convertibles en 1973, hicieron poco conveniente la continuación de este sistema para establecer su relación con el DEG.

A partir de 1974, el DEG se transforma en una canasta de monedas, con el propósito de otorgarle mayor estabilidad a su poder adquisitivo, como activo de reserva. El valor del DEG se definió como la suma de determinados montos de un conjunto de monedas, previa conversión empleando los tipos de cambio spot con respecto al dólar. La canasta de 1974 incluyó las monedas de aquellos países cuya participación en las exportaciones mundiales de bienes y servicios fuese al menos un 1%. El resultado fue la inclusión de 16 monedas nacionales, número que, según Polak (1979), resultaba políticamente más adecuado que 5 ó 9 monedas principales. El peso porcentual inicial de las monedas en el DEG se estableció según la participación de los países en las exportaciones de bienes y servicios, con la excepción del dólar de los Estados Unidos que recibió un peso adicional, en razón de su extensivo uso como medio de pago internacional. El cuadro 1 detalla los pesos de cada moneda en la canasta de 1974, así como los montos de las monedas que la componían.

Cuadro 1

COMPOSICION DEL DEG EN 1974

Moneda	Peso % en la canasta	Monto de cada moneda
Dólar, Estados Unidos	33	0.40
Marco, Rep. Fed. Alemania	12.5	0.38
Yen, Japón	7.5	26
Franco, Francia	7.5	0.44
Libra, Reino Unido	9	0.045
Lira, Italia	6	47
Florín, Países Bajos	4.5	0.14
Dólar, Canadá	6	0.071
Franco, Bélgica	3.5	1.6
Corona, Suecia	2.5	0.13
Dólar, Australia	1.5	0.012
Corona, Dinamarca	1.5	0.11
Peseta, España	1.5	1.1
Corona, Noruega	1.5	0.099
Schilling, Austria	1	0.22
Rand, Sudáfrica	1	0.0082

Fuente: Polak (1979).

Los DEG son asignados en proporción a las cuotas de los países miembros FMI. En adición Los DEG pueden ser mantenidos por tenedores autorizados, los que a 1991 llegaron a 16. Estos tenedores autorizados corresponden en su mayoría a bancos de desarrollo, organismos regionales y fondos de reserva regionales. Estas instituciones no reciben asignaciones de DEG, pero pueden obtenerlos tal como lo hacen los países miembros, es decir, a través de operaciones de crédito.

W.L. Coats (1982) describe el mecanismo del DEG en los siguientes términos. Los DEG no son un pasivo del FMI, sino que de los participantes que reciben asignaciones. La participación en el acuerdo conlleva la obligación de éstos de proveer monedas convertibles de valor equivalente a los DEGs en el caso de término del acuerdo y de cancelar un interés sobre la asignación acumulativa de DEG igual a la tasa de interés devengada por la tenencia de éstos. Junto a los pasivos derivados de la asignación de DEG, los participantes reciben activos equivalentes en valor. Si los DEG asignados no son utilizados por un participante ni tampoco éste adquiere más DEGs, es decir si sus asignaciones (pasivos) y sus tenencias (activos) permanecen iguales, el interés neto es cero, una situación similar a una línea de crédito no utilizada. Las asignaciones también conllevan la obligación de los países designados como poseedores de una posición "fuerte" en balanza de pagos, de aceptar DEGs en un monto no superior al doble de su asignación de parte de países cuya posición de balanza de pagos es "débil" (véase IMF, 1968).

Una característica importante del método de valuación del DEG, denominado método de "canasta standard", consiste en su propiedad "autorreforzante". El peso efectivo de cada moneda en el DEG es variable, puesto que su valor se calcula sumando el resultado de aplicar los respectivos tipos de cambio a las cantidades fijas de monedas. El peso inicial, por el contrario, es determinado una sola vez, al inicio de la vigencia de una cierta canasta. Si una determinada moneda se devalúa, el mismo número de unidades de ésta comanda un menor poder adquisitivo en términos de las otras monedas. Es decir el peso de una moneda en el DEG se reduce con una devaluación y viceversa en el caso de una apreciación. En consecuencia el DEG tiende automáticamente a reflejar en mayor medida la evolución de las monedas más fuertes.⁹ Dado que el peso efectivo de las monedas en el DEG tiende a variar con los cambios en las paridades y para tomar en cuenta las modificaciones en la importancia relativa de los países en el comercio exterior, la composición de la canasta de monedas es revisada cada cinco años.

Debe señalarse que la composición del DEG presentada en la tabla anterior corresponde a la canasta de valuación. Con el fin de asociar una tasa de interés al DEG se utilizó una canasta diferente, basada en las cinco principales monedas. Las restantes monedas fueron excluidas por cuanto no siempre existían los mercados que permitieran definir una tasa de interés comparable a las de los primeros cinco países o, en algunos casos, éstas no correspondían a tasas de mercado. Adicionalmente, la tenencia del DEG no devengaba el 100% de la tasa obtenida a partir de la aplicación del correspondiente interés sobre el monto de cada una de las primeras cinco monedas. Las tenencias netas de DEG eran remuneradas en un cierto porcentaje de la tasa asociada al DEG, denominado tasa de remuneración, establecido por el Fondo en un nivel coherente con las metas de ingreso financiero del FMI y la mantención del carácter de financiamiento concesional del DEG. De este modo, inicialmente el DEG proveyó un subsidio a los países que utilizaron su asignación, es decir aquellos con problemas de balanza de pagos, que fue financiado por los países que adquirieron estos DEGs, puesto que hasta mediados de 1981 la tasa de interés sobre los DEG estuvo por debajo de la tasas de mercado sobre préstamos para balanza de pagos provenientes de instituciones financieras privadas (Coats, 1982).

Durante su vigencia el DEG ha experimentado diversas modificaciones en el método de cálculo de su valor, de las tasas de interés y de remuneración aplicables a su uso y tenencia, así como en su composición. Las modificaciones más importantes han estado orientadas a mejorar su competitividad como activo de reserva y a su eventual conversión en un activo de uso difundido en el sistema financiero privado. Con dicho fin a partir de 1981 la canasta de valuación del DEG se redujo a las cinco monedas principales, unificándola con aquella empleada para calcular el interés aplicable. Los siguientes cuadros detallan la composición del DEG a partir de 1981.

Cuadro 2

EVOLUCION DE LA COMPOSICION PORCENTUAL DEL DEG 1981-1991

(%)

Moneda	1981	1986	1991
Dólar, Estados Unidos	42	42	40
Marco, R. Fed. Alemania	9	19	21
Franco, Francia	13	12	11
Yen, Japón	13	15	17
Libra, Reino Unido	13	12	11

Fuente: IMF, *Annual Report*, 1980-1991.

Cuadro 3

MONTOS DE CADA MONEIDA EN LA CANASTA DEL DEG 1981-1991

Moneda	1981	1986	1991
Dólar, Estados Unidos	0.54	0.452	0.572
Marco, R.Fed.Alemania	0.46	0.527	0.453
Franco, Francia	0.74	1.020	0.800
Yen, Japón	34	33.4	31.8
Libra, Reino Unido	0.071	0.0893	0.0812

Fuente: IMF, *Annual Report*, 1980-1991.

Tal como se aprecia, la composición del DEG ha tendido a reflejar, aunque de un modo menos pronunciado, la tendencia mundial hacia una mayor diversificación de la composición según monedas de las reservas internacionales (véase IMF, *Annual Report*, 1981-1991). Así, se aprecia una paulatina reducción en el peso asignado al dólar y un aumento en las participaciones del marco y el yen.

De mayor relevancia para los propósitos de la presente discusión resulta el hecho de que, a través de la reducción en el número de monedas incluidas en la canasta, se facilita la emulación del DEG por el sector privado, dado que éstas poseen mercados amplios tanto spot como a futuro y tasas de interés que en gran medida obedecen a las fuerzas del mercado. Es indudablemente más factible para una institución financiera privada aceptar depósitos denominados en DEG y tomar posiciones en las monedas que

lo componen, en orden a evitar descalces de monedas, sí éste se compone de cinco en lugar de dieciséis monedas. Más aún, lo anterior se realiza con menores costos de transacción en tanto mas amplios y resistentes a fluctuaciones en la oferta y demanda sean los mercados de las respectivas monedas, característica que difícilmente podría asociarse a las 16 monedas de la canasta original. Finalmente, la competitividad del DEG se refuerza en la medida en que las tasas de interés en los mercados de las monedas que incluye resultan alternativas rentables.

De modo paralelo al cambio en la composición del DEG, las tasas de interés asociadas al DEG fueron paulatinamente acercándose a un promedio ponderado de las tasas de mercado. Al mismo tiempo, la tasa de remuneración, es decir el porcentaje de la tasa asociada al DEG que efectivamente se cancelaba a sus tenedores, fue progresivamente incrementándose hasta unificar ambas. Estas modificaciones incrementaron considerablemente el interés del sector privado por emular el DEG oficial, el que hasta el presente ve limitado su uso a las transacciones internas del Fondo Monetario Internacional y a algunos tenedores expresamente autorizados. A partir de 1981, el sector privado en diversos países comienza a aceptar depósitos y se realizan diversas emisiones de bonos, certificados de tasas flotantes y fijas, eurobonos, etc. denominados en DEG (véase: Van den Boogaerde, 1984). El interés por estas operaciones, originado en el deseo de los inversionistas privados de protegerse ante la considerable volatilidad e incertidumbre de las tasas de interés y de cambio, ha sido variable, apreciándose un desincentivo de éstas durante los períodos de apreciación del dólar. No obstante, Van den Boogaerde realiza un análisis de simulación de la rentabilidad de las operaciones privadas en DEG concluyendo que, en lo que se refiere a la diversificación de riesgos respecto de los cambios en las tasas de interés y de paridades cambiarias, el DEG ha ofrecido retornos superiores al promedio y conllevó menores riesgos que inversiones en las monedas componentes del DEG, tanto durante períodos de fortaleza como de debilidad del dólar. Por tanto, en caso de continuar las turbulencias en las tasas de interés y tipos de cambio, el uso del DEG como unidad de cuenta podría ver incrementado su atractivo para un amplio espectro de operadores de los mercados internacionales.

b. El DEG y la liquidez internacional

A pesar de este atractivo potencial de los DEG como activo de reserva y medio de pagos, diversos factores limitan su difusión por el sistema financiero privado. En primer lugar, tal como lo señala Coats (1982), la aplicabilidad del DEG oficial es muy limitada, reduciendo con ello la liquidez de éste. Una de las consecuencias de lo anterior ha sido el escaso desarrollo de mecanismos de compensación multilateral que permitan transformar el DEG en un medio de pago internacional. Adicionalmente, la falta de consenso suficiente en el Directorio del FMI en orden a incrementar la disponibilidad de DEG a través de nuevas asignaciones y a permitir nuevos usos, no ha contribuido a ampliar su difusión en el mercado. Es pertinente recordar que desde 1981 no se han realizado nuevas emisiones de DEG por parte del Fondo Monetario.

Los informes anuales del FMI registran, en términos generales, la controversia en torno a la necesidad de incrementar la liquidez internacional y el rol que el DEG debiera desempeñar en el sistema monetario internacional. Recuérdese que la reforma del sistema monetario internacional en 1974 se propuso, entre otras cosas, una mejor administración de la liquidez internacional, transformando el DEG en el principal activo de reserva, reduciendo el rol del oro y de las monedas nacionales de reserva (véase Committee of Twenty, 1974). Uno de los cambios importantes ocurridos en el sistema

monetario internacional durante la década de los setenta, fue el significativo incremento de la participación de las instituciones financieras privadas en el financiamiento de las necesidades de liquidez de los países y, en general, la globalización del mercado financiero internacional. Lo anterior facilitó el cambio en las composición de las reservas internacionales, reduciéndose aquellas cuyo origen está en los superávits externos en el comercio de bienes y servicios (i.e. la renuncia temporal a obtener recursos reales a cambio de los derechos obtenidos sobre terceros países) y aumentándose las reservas cuyo origen es el endeudamiento externo. En el lenguaje empleado en la discusión, se privilegió la obtención de reservas "prestadas" en detrimento de las reservas "propias o ganadas".

A partir de 1982, con el inicio de la crisis de endeudamiento de varios países en desarrollo, éstos hicieron notar que, debido a la mayor importancia de las instituciones privadas en el sistema financiero internacional, la disponibilidad de liquidez internacional resultaba fuertemente afectada por la evolución de las políticas económicas domésticas de los países desarrollados de mayor presencia en el mercado financiero internacional. Ello inducía una gran asimetría entre el costo pagado por los países desarrollados y el costo que debían hacer frente los países menos desarrollados para obtener reservas. Dados las restricciones al acceso al financiamiento externo, este costo consistía en la reducción de las importaciones y los efectos negativos sobre el producto. En consecuencia, existiría una fuerte justificación para utilizar otra fuente de creación de reservas propias, i.e. una nueva asignación de DEGs, que no había sido utilizada desde 1981. Garritsen de Vries (1987) documenta la posición del Director Ejecutivo del FMI, Sr. Jacques de Larosière, quien propiciaba una nueva asignación de DEGs sobre la base de dos argumentos: a) para obtener reservas los países más endeudados recurrirían a la compresión de las importaciones, con efectos negativos sobre el comercio y crecimiento mundial y b) progresivamente el DEG había perdido importancia como activo de reserva, tanto en relación a los propios niveles alcanzados previamente como frente a las alternativas tradicionales de tenencia de oro y monedas nacionales convertibles.

Esta propuesta, sin embargo, no logró reunir el consenso necesario en el Directorio del FMI. Los argumentos esgrimidos por los oponentes al incremento en la asignación de DEGs fueron variados. En una primera instancia, se argumentó que las causas de los problemas de liquidez externa enfrentados por algunos países se relacionaban más con su deteriorada calidad como sujetos de crédito ante el sistema financiero internacional que con una escasez global de liquidez o asimetrías del sistema monetario. La razón para esta situación estaría en la aplicación de políticas macroeconómicas inadecuadas por parte de estos países. También se hizo notar que estos países no requerían reservas en la forma de DEGs, por cuanto la experiencia demostraba que éstos no los retenían en su portafolio de reservas, sino que los utilizaban rápidamente. En consecuencia, lo que estos países necesitaban era financiamiento concesional condicionado. Se hizo notar, por otra parte, que una nueva asignación de DEGs a las tasas de interés aplicadas en el pasado, se traduciría en una mera transferencia de recursos hacia los países menos desarrollados, sin crear las condiciones para la superación de sus problemas de liquidez externa, dado que éstos han sido tradicionalmente usuarios netos de DEG por largos períodos. Por último, se señaló que el DEG fue establecido para enfrentar problemas de liquidez globales y de largo plazo. Por el contrario, los problemas señalados reflejaban una escasez de liquidez en algunos países, que el sistema financiero internacional estaría en condiciones de enfrentar adecuadamente. Como resultado de estas diversas posiciones, no han existido nuevas asignaciones de DEG en una década, limitándose con ello su desarrollo como activo internacional de reserva y medio de pagos.

3. El ECU

La European Currency Unit (ECU) fue creada en 1979 junto con la introducción del European Monetary System (EMS), respondiendo a la necesidad de disponer de una unidad de cuenta europea única, a escala comunitaria. Hasta la fecha, el ECU es la moneda común que muestra el mayor crecimiento en términos de su utilización en el mercado.

Se define como una canasta compuesta por las monedas de los Estados miembros, en porcentajes que están en función del peso de sus economías. Inicialmente su composición y montos eran idénticos al de la European Unit of Account (EUA).

El cuadro 4 presenta, la composición y las ponderaciones del ECU en 1979.

Cuadro 4

COMPOSICION INICIAL DEL ECU EN 1979

	Montos de cada moneda	Peso % en la canasta
Marco, Rep. Fed. Alemana	0.828	32.98
Libra, Inglaterra	0.0885	13.34
Franco, Francia	1.15	19.83
Liras, Italia	109	9.49
Florín, Países Bajos	0.286	10.51
Franco, Bélgica	3.66	9.14
Corona, Dinamarca	0.217	3.06
Libra, Irlanda	0.00759	1.15
Franco, Luxemburgo	0.14	0.43

Fuente: CEE, European Economy, Septiembre 1991.

La Comisión de las Comunidades Europeas calcula diariamente el tipo de cambio del ECU con respecto a cada una de las monedas que lo componen y estas tasas de cambio son las oficiales, en el sentido que son las que se utilizan para cualquier uso que se dé a las ECU.

Cuando el valor de una moneda disminuye, en relación al valor central inicialmente establecido para el ECU y en una magnitud tal que sobrepasa el límite establecido para las divergencias, se efectúan ajustes en base a intervenciones obligatorias a nivel de tipos de cambio bilaterales. El límite para las divergencias se estableció en 2.25%, y sólo de manera transitoria para la libra esterlina y la peseta, la fluctuación puede ser de hasta el 6%.

En todo caso, las paridades no pueden ajustarse en forma unilateral por parte del país afectado y se requiere de la aprobación unánime de los ministros de finanzas de los estados miembros, lo que implícitamente involucra a los gobernadores de los bancos centrales y a la Comisión misma.

Las cantidades de cada moneda que componen la canasta están totalmente fijas. La ponderación de una moneda en el ECU es la razón, en términos porcentuales, entre el número de unidades de esta moneda en la canasta y el valor (o tasa de cambio) del ECU en términos de esta moneda. Como al apreciarse una moneda aumenta su ponderación dentro de la canasta, una apreciación significativa producirá un importante cambio en las ponderaciones efectivas y, como consecuencia, la canasta ya no reflejará las ponderaciones iniciales. Por esta razón, el acuerdo establece que la composición deberá revisarse toda vez que la ponderación efectiva de una moneda cambie al menos en un 25%, o cuando se incorpora una nueva moneda a la canasta; de lo contrario se revisarán sólo cada 5 años.

Después de la revisión de 1984, se acordó incluir el dracma griego en la canasta, aunque sin ninguna obligación de mantener paridades bilaterales con las otras monedas de la canasta. En 1989 se incluyó también el escudo portugués y la peseta española. En julio de 1991 las ponderaciones quedaron como sigue:

Cuadro 5

**PESO PORCENTUAL DE LAS DISTINTAS MONEDAS
A PARTIR DE 1991**

Marco, Rep. Fed. Alemana	30.53
Libra, Inglaterra	12.06
Franco, Francia	19.43
Liras, Italia	9.92
Florín, Países Bajos	9.54
Franco, Bélgica	7.82
Corona, Dinamarca	2.53
Libra, Irlanda	1.12
Dracma, Grecia	0.61
Escudo, Portugal	0.78
Franco, Luxemburgo	0.32
Peseta, España	5.30

Fuente: CEE, European Economy, Septiembre 1991.

Existe un ECU oficial y otro de mercado, que a pesar de estar ligados por una definición común, son utilizados en dos "circuitos" completamente separados: el oficial, y el privado.

El circuito oficial está formado por unos cuantos bancos centrales europeos y el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, y entre ellos el ECU puede ser usado, dentro de ciertos límites, como medio de pago. El tipo de cambio que se utiliza en este tipo de operaciones es el "oficial", calculado por la Comisión, y la tasa de interés aplicable se calcula como un promedio ponderado de las tasas de interés de los instrumentos monetarios domésticos más representativos de las monedas que componen el ECU. Estos ECU oficiales son entregados por una institución monetaria oficial y sólo los bancos centrales

de la Comunidad Económica Europea y otros tenedores oficiales designados pueden tenerlos y utilizarlos.

El circuito privado en cambio, está formado por instituciones privadas de la Comunidad Económica Europea, bancos comerciales, empresas, individuos y bancos centrales. Los ECU utilizados por el mercado son creados por el propio sector privado y pueden ser utilizados o atesorados por cualquier operador de mercado. Sin embargo, han sido definidos por la legislación establecida por la Comunidad, incluyendo las revisiones realizadas a su composición inicial.

Contando con el apoyo político, legal y administrativo que le otorga la Comunidad Económica Europea, el ECU ha establecido su propio nicho y actualmente cumple con una serie de funciones, las que se han visto facilitadas gracias a los incentivos que generan algunas de sus características.

Algunas de las funciones que desempeña el ECU son de vital importancia para la estabilidad del sistema monetario europeo. Es el punto de referencia o "numeraire" para fijar los tipos de cambio o paridades de las monedas que participan en el Sistema Monetario Europeo (EMS), a partir de estas paridades se calculan las fluctuaciones permitidas. Es el punto de referencia de un sistema de alerta destinado a incitar a los estados miembros a adoptar las medidas económicas pertinentes antes de llegar al límite de las oscilaciones permitidas. Es la unidad de cuenta para los pagos entre bancos centrales, así como de las compras y ventas de dinero efectuadas para sostener los tipos de cambio. Por lo tanto es también la unidad de cuenta para las ayudas a las balanzas de pagos que la Comunidad concede a los estados miembros que se encuentran en una situación económica difícil en particular para las que puedan surgir entre los bancos centrales como resultado de recientes ajustes en sus monedas. Finalmente es un instrumento de reserva, para lo cuál el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (EMCF) cuenta en la actualidad con 48.5 billones de ECUS.

Para que el EMCF pueda operar, cada banco central participante debe aportar el EMCF con un 20% de sus tenencias en oro y un 20% de sus reservas brutas en dólares. A cambio de estos aportes, los países obtienen un crédito en ECU del EMCF. Puesto que la propiedad de estas reservas no puede ser jurídicamente transferido al EMCF, las contribuciones toman la forma de swaps en ECU a 90 días, entre cada banco central y el EMCF.

En los mercados privados la evolución del ECU en los últimos diez años ha sido muy significativa. Se utiliza como moneda para empréstitos, para créditos entre bancos o a particulares, para la liquidación de cuentas entre empresas multinacionales, en operaciones de comercio exterior e, incluso, aunque solo ocasionalmente y en forma limitada, en operaciones con cheques o en cuentas de ahorro. Como moneda de empréstitos y transacciones interbancarias internacionales, el ECU figura ya entre las cinco monedas más importantes, junto al dólar estadounidense, el yen japonés, el marco alemán y la libra esterlina.

Como resultado de su rápido desarrollo, la participación del ECU en el mercado de eurobonos aumentó de 4.8% en 1988 a 7.3% en 1990 y 14% en el primer semestre de 1991. Además, durante ese periodo paso a ser, después del dólar norteamericano, la segunda moneda más utilizada para la emisión de bonos.

El ECU involucra un riesgo de cambio mucho menor que el de monedas duras, como por ejemplo el marco alemán, y, en consecuencia, la gente que vive en países cuyas monedas son débiles, tales como Dinamarca o Italia, prefieren adquirir depósitos en ECU. Al permitir que sus movimientos se centren entre los extremos de las monedas europeas más importantes, es una excelente cobertura para Europa y por ende en un buen vehículo tanto como protección como para la mantención de saldos. Su composición implica

diversificar entre países débiles y fuertes, y por lo tanto entre distintas tasas de interés real que hacen que los préstamos en ECU resulten ser comercialmente muy atractivos.

Sus desventajas se sitúan en las dificultades legales que inhiben su uso como unidad de cuenta en algunos países y que surgen de los controles de cambio, restricciones para las movimientos de capitales, controles monetarios y de crédito y en general todo tipo de legislación que restringe su uso.

En Italia, Francia, Bélgica y Luxemburgo la utilización del ECU es promovida en forma activa. En Dinamarca, Holanda y Gran Bretaña el ECU es reconocido como otra moneda más, por lo que es posible, aunque no siempre fácil, abrir cuentas bancarias expresadas en ECU. En tanto que los griegos e irlandeses (y hasta hace poco los alemanes orientales) no reconocen el ECU como otra moneda y no es posible abrir una cuenta bancaria en ECU en estos países. La acuñación de ECUS en algunos países comunitarios como Bélgica, Francia o España tiene ante todo un valor simbólico. En todo caso en la mayoría de estos países la utilización del ECU como medio de pago o unidad de cuenta entre los países de la comunidad, representa menos del 1% del valor total de su comercio exterior.

Para poder convertir el ECU en una moneda de pleno derecho, los socios comunitarios iniciaron a mediados de 1990 el camino hacia la primera fase de la unión económica y monetaria. Esta etapa consiste fundamentalmente en: la eliminación de la mayor parte de los controles a la circulación de dinero y el movimiento de capitales existentes hasta ahora; una mayor coordinación de las políticas económicas, en especial presupuestarias, de los estados miembros; y una cooperación más intensa entre los bancos centrales, responsables de los tipos de cambio. La mayoría de los países socios están a favor de iniciar la segunda fase de la unión económica y monetaria a principios de 1994.

III. LA EXPERIENCIA REGIONAL EN LA CREACION DE LAS MONEDAS COMUNES

A. El peso Andino

Fue creado en diciembre de 1984 como un esfuerzo orientado a crear liquidez de origen netamente regional, fijándose su tipo de cambio en un dólar de Estados Unidos de América. El Peso Andino es un pasivo de una entidad multilateral, el Fondo Latinoamericano de Desarrollo, FLAR, anteriormente Fondo Andino de Reservas (FAR). El peso andino cumple el papel de medio de pago internacional de carácter restringido y sirve efectivamente para saldar obligaciones en divisas entre los tenedores. Es decir, constituye algo más que una simple unidad de cuenta. Sin embargo, a diferencia de las UMLAS, este medio de pago no tiene vinculación directa con objetivos comerciales.

A pesar de ser un instrumento de pago absolutamente voluntario entre los tenedores autorizados, por expresa voluntad de los bancos centrales tenedores de la emisión original, se ha firmado un convenio mediante el cual la aceptación de Pesos Andinos es obligatoria en cancelación de los saldos deudores que resulten de la compensación del comercio intra-subregional en el marco del Convenio de Pagos de la ALADI. Por ello su utilización como medio de pago cancelatorio es efectivo y concluye definitivamente la relación bilateral entre el deudor y cada uno de los acreedores.

La garantía que ofrece el FLAR es otorgar, a cualquier tenedor neto, convertibilidad de los pesos andinos a divisas y liquidez absoluta. Para poder cumplir con el compromiso de redimir la moneda, el FLAR cuenta con una reserva propia que cubre el 50% de la emisión de Pesos Andinos (se supone que esto cubriría el 100% de las obligaciones, teniendo en cuenta que probalífticamente va a existir un balance entre deudores y acreedores por la utilización de los Pesos Andinos) y con el historial de cumplimiento que tienen los países miembros con el FLAR.¹⁰ Por esta razón, en la actualidad los países andinos aceptan automáticamente pesos andinos para cualquier pago, mientras los saldos netos de un tenedor no excedan el 200 por ciento de su asignación original.

Con el objeto de convertirlo en un depósito de valor y estimular a los aceptantes a que lo mantengan, en lugar de canjearlo inmediatamente, el FLAR reconoce una tasa de interés (Libor a 6 meses más 1/8 de 1%) al tenedor que acepta mantener saldos de pesos andinos por encima de su asignación original. A su vez quien hace una utilización neta de pesos andinos paga, como lo haría por cualquier crédito de corto plazo en divisas, una tasa de interés (Libor a 6 meses más 1/4 de 1%) al FLAR.

La experiencia del FLAR con el Peso Andino ha demostrado que este medio de pago de circulación restringida y uso temporal es muy útil puesto que aumenta la liquidez de cada banco central y además contribuye a un desarrollo ordenado de los pagos entre sus miembros. La emisión y asignación de este instrumento reduce de manera significativa las razones para el incumplimiento de las obligaciones entre los bancos centrales miembros del FLAR, e incluso entre éstos y aquellas instituciones autorizadas a recibirlos, por lo menos en la medida en que el banco central deudor tenga saldo disponible de pesos andinos.

La principal limitación del peso andino es la exigencia a los usuarios de recomponer sus tenencias originales, adquiriendo los pesos andinos con divisas, lo que en la práctica lo convierte en un mecanismo de crédito de corto plazo. Como es obvio, aunque los pesos andinos representan un sistema automático de crédito de corto plazo que efectivamente eleva la liquidez del área, no pueden resolver en su actual estado de desarrollo la necesidad última de divisas para financiar saldos deficitarios entre los países. A pesar de ello, puede afirmarse que este instrumento está cumpliendo su función de apoyar al financiamiento del comercio intra-subregional.

B. El peso Centromericano

La cooperación monetaria en Centroamerica se inicia en 1961 con la creación del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA), la Cámara de Compensación Centroamericana (CCC)¹¹ y el Fondo Centroamericano de estabilización monetaria (FOCEM). El Acuerdo Monetario Centroamericano de 1974 estableció una unidad de cuenta regional denominada "Peso Centroamericano" (\$CA), con un valor equivalente a un dólar de los Estados Unidos de América. Se acordó que el CMCA podría reajustar el valor de esta moneda cuando así lo exigieran las modificaciones del sistema de paridades monetarias legales previsto en el Convenio con el FMI y siempre que existiera unanimidad de votos de sus miembros. A su vez los Bancos Centrales Signatarios declararon ante el CMCA las paridades oficiales de sus respectivas unidades monetarias con respecto al Peso Centroamericano.

Se acordó utilizar el Peso Centroamericano como unidad de cuenta, de forma tal que todas las operaciones que registrara la CCC debían expresarse en \$CA a las paridades establecidas y cualquier variación de la paridad declarada de la moneda del país signatario, debía ser notificada inmediatamente por éste a los otros Bancos Centrales Signatarios, a la Secretaría Ejecutiva del CMM y a la CCC.

Los países signatarios acordaron garantizar la plena convertibilidad a dólares de los Estados Unidos de América a la paridad vigente, de los saldos a su cargo registrados en \$CA en la Cámara de Compensación Centroamericana. Además, cada Banco Central garantizaba a los sistemas bancarios de los demás países signatarios la convertibilidad de las remesas en tránsito y de las tenencias de valores compensables a su cargo, de conformidad con la paridad establecida.

Hasta principios de la década de los 80, la Cámara de Compensación Centroamericana funcionó a través de la compensación de pagos en cinco monedas diferentes, todas ellas referidas al Peso Centroamericano, que era utilizado únicamente como unidad de cuenta. Mientras los países contaban con un cúmulo de reservas monetarias internacionales que les permitía operar sin mayores restricciones frente a Centroamérica, y con tipos de cambio únicos, la Cámara de Compensación y el Peso Centroamericano fueron instrumentos muy valiosos. En el hecho, hacia 1978 el monto de pagos efectuados mediante la compensación automática se acercaba al 90%, y sólo para el 10% restante se efectuaban transacciones en dólares.

Esta situación cambió totalmente al agudizarse la crisis económica y financiera de los 80, caracterizada por una escasez generalizada de divisas, que tuvo como consecuencia considerables devaluaciones y el surgimiento de tipos de cambio múltiples.¹² A partir de 1981, en forma concomitante a la declinación del intercambio comercial dentro de la zona, los pagos registrados por la Cámara se redujeron bruscamente. Algunos bancos miembros de la Cámara, al no cancelar oportunamente el valor de las liquidaciones e

incurrir en los primeros incumplimientos, introdujeron los primeros problemas en el funcionamiento normal de estos mecanismos.

En el momento más agudo de la crisis, hacia 1983, sólo el 10.9% del valor total de las liquidaciones se pagó en efectivo, el 14.2% fue documentado, mientras que el 74.9% restante aparecía en los registros de la Cámara como saldos insolutos.¹³ Además, los bancos centrales acreedores, a fin de no incurrir en el riesgo de acumular saldos a su favor cuyo pago no estaba garantizado, empezaron a operar bajo el esquema de transacciones compensadas, es decir, en una relación uno a uno. Como al mismo tiempo los Bancos Centrales empezaron a realizar sus pagos en los llamados "dólares Cámara", que sólo eran aceptados en Centroamérica, virtualmente se dejaron de utilizar las monedas centroamericanas y por consiguiente perdieron vigencia los conceptos de conservación de la paridad y de garantía de convertibilidad.

C. La proposición de la Unidad Monetaria Latinoamericana (UMLA) y el Gaucho

Otros intentos de crear monedas comunes en la región, fueron la proposición de la Unidad Monetaria Latinoamericana (UMLA) y la del Gaucho.

La creación de las UMLAS respondía a la necesidad de, por una parte servir como medio de pago, por lo menos parcial, de los saldos de la compensación multilateral cuatrimestral correspondientes a las obligaciones entre los bancos centrales miembros de la ALADI; y por otra, de constituir un instrumento que propiciara el balance de los flujos comerciales entre los miembros.

Para su financiamiento, se suponía que el Fondo de Cooperación Financiera, que contaba con las facilidades financieras de los mecanismos del Acuerdo de Santo Domingo¹⁴, recibiría aportes en efectivo de los bancos centrales miembros. Estos fondos serían complementados con la captación de recursos adicionales de fuera de la región provenientes de préstamos de organismos internacionales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, así como de la posible colocación de bonos en los mercados internacionales y la capitalización de utilidades no distribuidas.

La propuesta no prosperó debido a que fueron infructuosas las gestiones llevadas a cabo por la Secretaría General de la ALADI para obtener recursos externos del Banco Mundial y del BID y, dada la escasez de divisas imperantes, no fue posible la constitución del Fondo de Cooperación Financiera con recursos directos provenientes de los bancos centrales miembros del sistema.

En cuanto al Gaucho, los gobiernos de Brasil y Argentina, como países miembros del Sistema de Crédito Recíproco de ALADI, decidieron crear un mecanismo de financiación recíproca para los saldos deudores registrados en las compensaciones cuatrimestrales. Este fue fijado inicialmente en US\$ 200 millones y posteriormente se elevó a US\$ 400 millones.

Posteriormente, en junio de 1987, los gobiernos acordaron la creación de un fondo de reservas común y una unidad monetaria denominada "gaucho", cuyo propósito sería el de agilizar las relaciones comerciales y financieras entre ambos países y contribuir al proceso de creación de una unidad monetaria común a nivel latinoamericano.

Como en la mayoría de las experiencias de cooperación monetaria, la escasez de divisas estuvo detrás de esta iniciativa. Así, el "gaucho" suavizaría el efecto depresivo sobre el comercio, la producción y el empleo de las políticas de ajuste destinadas a paliar la crisis de la deuda, que provocara una aguda escasez de divisas. El objetivo era promover o aumentar la liquidez internacional a nivel regional, mediante

la institución de un instrumento con características de activo de reserva para los bancos centrales de la región.

Se esperaba que el activo así creado sirviese tanto de medio de pago de los saldos deudores del comercio entre Argentina y Brasil, y fuese aceptado por otros gobiernos de la región como medio de pago y activo de reserva. Sin embargo, esta iniciativa no ha tenido éxito aún. Una de las causas posibles de ello sería que la proposición de creación del "gaucho" no contemplaba un respaldo financiero explícito que garantizara su convertibilidad.

IV. LA CREACION DE LAS MONEDAS COMUNES: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA

A. Convertibilidad

La convertibilidad es uno de los requisitos de un medio de pagos común, enfatizado tanto por la literatura teórica como por las experiencias exitosas de establecimiento de monedas especialmente creadas para ser empleadas en las transacciones internacionales. La convertibilidad de las monedas "artificiales" ha sido asegurada mediante diferentes mecanismos: acuerdos que comprometen a los países a proveer monedas nacionales convertibles en caso de término del acuerdo, en el caso del DEG; la conversión automática en dólares luego de vencido cierto período y la creación de un mecanismo de liquidez anticipada, en el caso del Peso Andino; la periódica renovación de los depósitos de oro y dólares que respaldan su emisión, en el caso del ECU.

Como se aprecia, el párrafo anterior enfatiza la convertibilidad de la moneda común para los agentes financieros y bancos centrales, es decir, la capacidad de convertir la moneda común en otras monedas nacionales eventualmente empleadas como moneda de reservas. La explicación para privilegiar este aspecto de la convertibilidad radica en que la experiencia señala que una moneda común es inicialmente adoptada como unidad de cuenta para expresar las transacciones entre bancos centrales, y sólo más tarde como medio de pagos entre éstos.

B. Respaldo financiero

Frecuentemente se ha argumentado que una moneda no requiere más respaldo que su capacidad para ser empleada para adquirir bienes y servicios en el país de origen.¹⁶ Así, Machlup (1968, pp. 66-8) declaraba que el mito estableciendo que una moneda debe poseer algún respaldo financiero, ya sea en la forma de reservas de oro o activos equivalentes, había muerto a partir de la creación del DEG. Una moneda requeriría receptores, no respaldo. La moneda es aceptada por cuanto se espera que otros también la acepten como medio de pago. John Williamson, analizando la reforma del sistema monetario internacional declaraba:

"Ya he manifestado mi convicción de que el único método viable para reforzar la confianza es construir un sistema con características objetivas que ameriten confianza, y que una política orientada a satisfacer los prejuicios de aquellas personas financieramente no sofisticadas, demostrará ser al menos contraproducente en el corto plazo. Consecuentemente, la idea de que la confianza en el DEG podría ser reforzada proveyéndolo de un respaldo adecuado y que ésta se debilitaría en ausencia de un respaldo explícito, no merece la pena ser considerada. Lo que se requiere para generar confianza no es un balance más ortodoxo entre activos y pasivos en la cuenta de DEGs (en el FMI), sino que la seguridad de que a) otros países estarán siempre dispuestos a recibir DEGs cuando

algún país requiera utilizarlos y b) aquellos comprometidos a cancelar el servicio de intereses sobre los DEGs, continuarán haciéndolo."¹⁶

No obstante estas opiniones, la experiencia parece señalar que la creación, mediante un acuerdo, de un medio de pagos a ser empleado entre países requiere, durante un lapso de tiempo que puede ser considerable, un respaldo financiero que asegure su convertibilidad en monedas universalmente aceptadas para saldar transacciones externas o como depósito de valor. Recuérdese que la creación del ECU fue respaldada con el 20% de las reservas de oro y dólares, mediante un swap con el Fondo de Cooperación Monetaria Europeo que se renueva cada tres meses y que el Peso Andino es automáticamente convertido en dólares al cabo de 180 días en adición a lo cual el FLAR ofrece un servicio de liquidez automática que permite la conversión del Peso Andino antes de su vencimiento. Independientemente de si esta experiencia se explique por una "insuficiente sofisticación financiera" o por una actitud demasiado conservadora de parte de los bancos centrales, la práctica parece señalar que el respaldo financiero seguirá siendo un requisito. Por otra parte, la reciente experiencia en el cumplimiento de los pagos externos, luego de la crisis de endeudamiento externo latinoamericano, no puede más que haber confirmado los temores de algunos banqueros acerca de la posibilidad de insolvencias de los países.

En un plano más general, cabe también señalar que algunas de las características que hacen de una moneda nacional un medio de pagos aceptado dentro de los límites de dicho país, no son suficientes para hacer de ésta un medio de pagos internacional. Una moneda es aceptada en un país no sólo porque se espera que otros la continuarán aceptando en el futuro, además frecuentemente existe una obligación legal de hacerlo y el estado posee una capacidad para hacer compulsiva la aceptación de esta disposición legal. Tal como McKinnon (1979) lo señala, en el plano internacional, no existe ni una disposición legal ni una capacidad coercitiva similares a las que suelen existir a nivel de los países para imponer el uso de cierto objeto económico como medio de pagos.

En una reconsideración de su juicio anterior, Williamson (1984, p. 131) declara:

"No existe duda de que el dinero requiere de aceptantes antes que respaldo; la duda es si un acuerdo formal de aceptar [un medio de pagos], aun cuando fuera suscrito por todas las principales autoridades monetarias, podría generar confianza absoluta, en la ausencia de obligaciones que provean un respaldo bajo el escenario más pesimista."

"La voluntad de un país para respaldar su moneda no está sujeta a dudas. [Por su parte] el oro es un activo con valor "intrínseco". En ambos casos los tenedores potenciales podrían estar preocupados acerca de fluctuaciones en el valor. Pero, la preocupación de que, in extremis, ningún poseedor de "riqueza real" reconociera la obligación de aceptar [un medio de pagos] o de servir [los compromisos] es una característica única de los activos de reserva provistos por el Fondo Monetario Internacional....La historia exhibe demasiados casos en los cuales las iniciativas internacionales han sido descartadas [sobre la base de estas consideraciones] como para calificar de irracionales a estas preocupaciones. El obituario escrito por Machlup del principio del respaldo fue, me temo, prematuro."¹⁷

En consecuencia, la creación de medios de pagos regionales parece seguir requiriendo un respaldo financiero explícito conducente a la solvencia de la institución emisora. Ello no es más que una confirmación de que la confianza es un fenómeno cuya producción es lenta y requiere de tiempo.

C. Aspectos de la competitividad de una moneda común

1. Liquidez adecuada

El atractivo de todo instrumento financiero se relaciona con su competitividad ante otros similares. Factores que afectan la competitividad de una moneda son los costos de transacción, su liquidez, la estabilidad de su valor el interés sobre su uso y tenencia. Del examen de las experiencias y enfoques teóricos, se desprenden algunas lecciones.

Si entendemos por liquidez la relativa facilidad con que un activo financiero puede ser transferido sin mermas en su precio, tanto ésta como los costos de transacción se relacionan con el tamaño de los mercados en los cuales puede ser empleada una moneda común. En tanto mayores estos mercados, o alternativamente, en tanto más numerosos sean los usos posibles de los activos denominados en una moneda común, mayor será su liquidez. En términos de costos de transacción, el tamaño del mercado afecta positivamente la probabilidad de identificar otro agente interesado en realizar transacciones.

En el caso del Peso Andino, estos aspectos se han abordado estableciendo un servicio de liquidez anticipada en el FLAR que permite a los tenedores su conversión en dólares. En el caso del DEG, cuando un país desea hacer uso de su asignación, su aceptación está normada por el acuerdo que estableció el DEG. En ambos casos, no obstante, los usos posibles son restringidos, afectando negativamente su liquidez y su difusión por el resto del sistema financiero internacional. A pesar de ello, otras características de estos instrumentos han inducido a instituciones, distintas de los bancos centrales, a ser tenedores de DEGs y Pesos Andinos. En resumen, el establecimiento de una moneda común requiere la creación de mecanismos que aseguren una liquidez competitiva con la de activos sustitutos.

2. Estabilidad del valor

La estabilidad del valor de una unidad de cuenta depende de la amplitud y profundidad de los mercados y su "resistencia" ante las fluctuaciones en sus demanda y oferta. Por ser las monedas comunes, combinaciones de monedas nacionales convertibles, la estabilidad de su valor se relaciona en parte con las características de los mercados de las monedas componentes. Tal como lo señala la teoría, hecho aparentemente corroborado por la experiencia del DEG, las unidades de cuenta que incluyen un conjunto de monedas ofrecen propiedades de estabilidad de su valor que son atractivas para los potenciales tenedores. La consideración de esta evidencia podría señalar la conveniencia de que las unidades de cuenta utilizadas en Latinoamérica y el Caribe emplearan el método de las canastas de monedas como una alternativa para enfrentar la inestabilidad de las fluctuaciones en los tipos de cambio entre las monedas principales.

Esta conclusión lleva inevitablemente a indagar acerca de las monedas que compondrían una unidad de cuenta común para una región. No obstante los factores discutidos en la Introducción y el Capítulo I que inciden sobre la elección de monedas a ser empleadas para la denominación de transacciones externas y activos de reserva, inciden también consideraciones de política macroeconómica que, dentro de los márgenes del presente documento, no han recibido suficiente atención en este análisis.

Lo anterior no obsta para establecer algunas recomendaciones generales para el diseño de unidades de cuenta basadas en una canasta de monedas. La discusión llevada a cabo con ocasión de la reforma del sistema monetario internacional (véase Committee

of Twenty, 1974, y Polak, 1979), en torno a los métodos de valuación de una canasta de monedas conduce a recomendar el método de la "canasta standard" como el preferible, actualmente adoptado para el DEG y el ECU. En primer lugar, por cuanto dicho método consiste en valorar la unidad de cuenta aplicando tipos de cambio de mercado a cantidades predeterminadas de las diferentes monedas componentes, su comportamiento es similar a una moneda. En segundo lugar, cuando las monedas componentes poseen mercados con tasas de interés que reflejan sus escasez relativa, la canasta de monedas posee un retorno que puede ser comparado a aquel de las monedas componentes u otros sustitutos. En tercer lugar, cuando las monedas componentes poseen mercados amplios y relativamente completos, los usuarios y tenedores de instrumentos financieros denominados en la unidad de cuenta pueden realizar operaciones de cobertura de riesgos cambiarios, ya sea a través del mercado de futuros o "calzando" sus posiciones a través del mercado spot. Finalmente y como corolario de las cualidades citadas, cuando las monedas componentes no son muchas y presentan características deseables de estabilidad en su valor y rentabilidad, este método de valuación permite que la moneda común sea fácilmente emulada por el sistema financiero privado. Ello puede ser un aliciente importante para la difusión de la moneda común entre los usuarios privados.

3. El interés sobre su tenencia y uso

La experiencia acumulada en el área de la cooperación financiera internacional señala que los activos financieros empleados para tal propósito deben reflejar adecuadamente la escasez relativa de los recursos financieros. Con ocasión de la revisión de la experiencia del DEG y del Peso Andino, se estableció que la tasa de interés asociada a estas unidades de cuenta se ha acercado progresivamente a las tasas de mercado. Así, en el caso del DEG, las tasas de interés se incrementaron progresivamente, en un intento de mejorar su atractivo como activo de reserva, limitar su uso y evitar la transferencia de recursos que implicaba la provisión de recursos financieros a tasas subsidiadas. En el caso del Peso Andino, su utilización tiene un spread de 1/4 por ciento sobre LIBOR a seis meses, en tanto su tenencia reditúa un interés de 1/8 sobre LIBOR. De este modo el FLAR busca establecer el Peso Andino como una fuente de liquidez de segunda instancia, limitar la presión sobre sus recursos, induciendo a los bancos centrales a utilizar las fuentes más baratas.

4. Una moneda común para la creación de liquidez regional

¿Cuáles son las implicancias de las anteriores reflexiones para la utilización de una moneda común en la región, como medio de creación de liquidez externa regional?

Aumentar la liquidez externa regional conlleva la creación de mecanismos conducentes a una mayor disponibilidad de reservas externas de origen regional y al acceso expedito a recursos financieros, también regionales, para hacer frente a los pagos externos.

Un aumento efectivo de la liquidez regional requiere la expansión de medios de pago de origen regional en exceso de las contrapartidas financieras que los respaldan. De la discusión realizada en este capítulo se deduce que las unidades de cuenta creadas mediante un acuerdo entre países requieren de un respaldo financiero adecuado, si el propósito es utilizar dichas unidades de cuenta como depósito de valor y medio de pagos y no sólo como unidades de cuenta. No se desprende de ello, sin embargo, que la emisión

de un medio de pago regional deba estar respaldada íntegramente por activos de idénticas características en términos de liquidez, convertibilidad y rentabilidad, por cuanto la creación de liquidez regional sería nula en dicho caso.

Dicho respaldo puede conformarse mediante diferentes mecanismos, e.g. aportes de activos convertibles por un valor inferior al total de obligaciones emitidas; compromisos formales de servir las obligaciones emitidas pero sin realizar aporte efectivo de activos de respaldo; aporte de activos de menor liquidez pero de valor cercano al monto de obligaciones emitidas, etc. El factor determinante de la capacidad de emitir una moneda, en montos que excedan a las garantías que la respaldan, será la existencia de una demanda por ésta, en virtud de sus atributos como unidad de cuenta, medio de pagos y depósito de valor.

La creación efectiva de liquidez regional requiere, en consecuencia, que los instrumentos utilizados para ello ofrezcan un atractivo diferencial, tanto en relación a las obligaciones empleadas para su respaldo, como en relación a sus más cercanos sustitutos, i.e. las monedas convertibles en uso actualmente. Lo anterior es requisito para inducir una demanda positiva por la tenencia de medios de pagos regionales y su utilización para saldar obligaciones, reduciendo la probabilidad de que los potenciales tenedores decidan desprenderse totalmente de éstos, lo cual forzaría a la efectivización de las obligaciones que los respaldan.

Los determinantes de este atractivo diferencial ya han sido discutidos: convertibilidad, liquidez y rentabilidad; desglosándose esta última en la estabilidad de su valor y el interés que conlleva su tenencia y uso.

En el ámbito de América Latina, la experiencia más perdurable en la creación de liquidez regional ha sido la emisión del Peso Andino por parte del FLAR, si bien la cantidad emitida hasta el presente es modesta (el equivalente de US\$80 millones). Una expansión del papel del Peso Andino, como medio de creación de liquidez regional, podría contemplar una modificación en alguna de sus características.

Sin duda, la mayor utilización de una moneda regional debiera acompañar u ocurrir como consecuencia de un aumento en las transacciones intrarregionales. La expansión del comercio intrarregional, como consecuencia de una mayor orientación hacia los mercados externos de las economías de la región, eventualmente estimularía una mayor demanda por liquidez de origen regional. Asimismo, las tendencias recientes en favor de una mayor integración financiera de las economías regionales, también obstaría en pro de una expansión de la utilización de una moneda de origen regional. Dicho de otro modo, el recurso poco frecuente a los fondos de origen regional hasta el presente, podría ser explicado por el insuficiente nivel de las transacciones entre los países de la región. Por el contrario, las perspectivas de una mayor apertura externa indicarían una mayor demanda futura por este tipo de activos regionales, entre ellos el Peso Andino.

Una segunda fuente de mayor demanda por liquidez regional es el reforzamiento de los usos actualmente posibles para el Peso Andino, así como el aumento en la variedad de éstos. Se presentan en este caso dos cursos de acción, hasta cierto punto, alternativos.

Un primer curso de acción consiste en reforzar algunos aspectos del Peso Andino en relación a la utilidad que éste brinda a los Bancos Centrales, en especial en cuanto a la provisión de un mejor instrumento para la diversificación de riesgo. Un segundo camino es promover la utilización del Peso Andino en los sistemas financieros de la región, en primera instancia, para captar recursos y realizar operaciones de financiamiento del comercio externo intrarregional.

Refiriéndonos, en primer lugar, al refuerzo de las características del Peso Andino como instrumento para la diversificación de las carteras de los Bancos Centrales,

posiblemente ello requeriría de una modificación del actual método para establecer su valor. Desde el inicio se estableció el valor del Peso Andino en un dólar. Tal como se discutió en capítulos anteriores, el método de valuación consistente en una canasta de monedas convertibles, con cantidades fijas pero modificables cada cierto tiempo, ofrece características superiores, en términos de la estabilidad del valor, comparado con la fijación del valor de una unidad de cuenta en términos de una sola moneda convertible. También, como se señaló, durante ciertos períodos, activos denominados en una canasta de monedas han exhibido en retorno promedio teórico mayor al de sus componentes.

En razón de lo anterior, posiblemente el cambio en el método de valuación del Peso Andino, incluyendo esta vez un número mayor de monedas convertibles, podría fortalecer su atractivo como depósito de valor e instrumento de diversificación. Puesto que los Bancos Centrales poseen acceso a los mercados monetarios internacionales y tienen experiencia en operaciones de cobertura de riesgos de monedas, esta alternativa no debiera representarles mayores dificultades y, por el contrario, permitiría una mejor protección del valor de sus reservas internacionales. Por otra parte, la diversificación de los mercados externos, que normalmente va aparejada con una mayor apertura, también incentivaría la utilización de instrumentos que permitan una mejor cobertura de los riesgos cambiarios.

El segundo curso de acción, la difusión del uso del Peso Andino entre los sistemas financieros de la región, podría requerir modificaciones de índole diferente y posiblemente contradictoria con las señaladas anteriormente.

El uso más probable, en una primera instancia, para operaciones denominadas en Pesos Andinos, sería en operaciones de comercio intrarregional, incluyendo su financiamiento. Es previsible que en el futuro el comercio intrarregional exhibirá una mayor diversificación y mayor peso de bienes manufacturados en relación a los bienes primarios. Ello haría, en principio, más atractiva la utilización de un conjunto de monedas, en lugar de solo una, como mecanismo de cobertura. No obstante, con algunas excepciones, las instituciones financieras de la región frecuentemente enfrentan limitaciones para el acceso expedito a divisas. Adicionalmente, aún en aquellos casos en los cuales el acceso a las divisas es relativamente expedito, los mercados locales de monedas convertibles exhiben desarrollos muy dispares, donde el arbitraje suele ser imperfecto.

Las dificultades para realizar la cobertura en varias monedas convertibles pueden, en estas circunstancias, desalentar la utilización de una moneda de origen regional compuesta por varias monedas convertibles. En razón de ello, si la opción adoptada es privilegiar la difusión de la moneda regional entre los sistemas financieros, en una primera etapa sería tal vez preferible mantener la actual definición del valor del Peso Andino. No obstante, es preciso tener en cuenta el deseo de los agentes financieros por preservar el valor de sus activos externos, por lo cual una unidad de cuenta basada en una canasta de monedas puede resultar un desarrollo deseable en un plazo mayor.

Frecuentemente se menciona, como una de las principales limitaciones del Peso Andino como medio de expansión de la liquidez regional, la obligación de redimirlos en un plazo máximo de 180 días. No parece ser ésta, sin embargo, una limitación importante considerando los plazos que normalmente se otorgan para el financiamiento del comercio exterior. Por otra parte, si el objetivo es crear liquidez de mediano o largo plazo, con el fin de conceder créditos de apoyo a las balanzas de pagos, probablemente tanto el plazo como la definición del método de valuación del Peso Andino debieran ser reconsiderados.

Notas

¹ Véase en el siguiente capítulo la sección referente a la influencia del "invoicing" del comercio exterior sobre la elección de un medio de pagos internacional.

² Véase Capítulo V.

³ Véase Capítulo IV.

⁴ Véase Capítulo II.

⁵ Véase: Ben-Bassat 1980, Heller y Knight 1978, Black 1975).

⁶ Tal como se desprende del análisis realizado por Van Den Boogaerde, 1984, la desviación standard del retorno total (interés y variaciones cambiarias) del DEG durante el período 1977-1982 es menor que la de las monedas que lo componen. Adicionalmente, durante el mismo período el DEG tuvo una rentabilidad superior al promedio de las monedas componentes. En suma, una moneda como el DEG, compuesta de varias monedas, ha ofrecido un riesgo menor junto a una mayor rentabilidad.

⁷ Véase Aschheim y Park, 1976.

⁸ Véase la sección correspondiente a la composición según monedas de las reservas internacionales mundiales, en los Reportes Anuales del FMI.

⁹ Para una discusión de los diferentes métodos de valuación propuestos para el DEG véase Polak (1979) y Committee of Twenty (1974).

¹⁰ "La Cooperación Regional en los campos financiero y monetario", Serie Financiamiento del Desarrollo N° 5, abril 1991, Proyecto Regional Conjunto CEPAL/PNUD Financiamiento del Desarrollo.

¹¹ "La Cooperación Regional en los campos financiero y monetario", abril 1991.

¹² Una de las disposiciones del Acuerdo Monetario de 1961 establecía que "los Bancos Signatarios, de acuerdo con sus respectivas leyes nacionales, mantendrán como régimen monetario normal, sistemas cambiarios uniformes cuyas características fundamentales sean la estabilidad y convertibilidad de sus monedas; además procurarán generalizar y asegurar cuanto antes el empleo de dichas monedas en las transacciones y pagos entre los países centroamericanos." Véase, Banco Centroamericano de Integración Económica (1975).

¹³ Véase Juan Héctor Vidal: "Integración económica y cooperación monetaria y financiera de los Bancos Centrales de Centroamérica: experiencias y perspectivas" en Revista de la Integración y el Desarrollo de Centroamérica N° 37.

¹⁴ Véase CEPAL/PNUD, 1990 para una descripción del Acuerdo de Santo Domingo.

¹⁵ Véase: da Rocha e Silva, 1938, a propósito del respaldo financiero para una moneda regional.

¹⁶ Traducción de los autores de Williamson, 1977, pág. 145. Texto entre corchetes agregado por los autores.

¹⁷ Traducción de los autores de Williamson, 1984, pág. 131. Texto entre corchetes agregado por los autores.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Aglietta, M. (1985), The creation of international liquidity. En: *The political economy of international money*, Loukas Tsoukalis (ed.), The Royal Institute of International Affairs. SAGE Publications, London.
- Arraes, Marfa Celina y da Rocha e Silva, Olavo César (1988). Reflexiones sobre la viabilidad de fondos multilaterales con monedas regionales. Capítulos del SELA, 21, octubre-diciembre. SELA, Caracas.
- Aschheim, J. y Park, Y.S. (1976). Artificial currency units: the formation of functional currency areas. *Essays in International Finance* N° 114, April. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, New Jersey.
- Banco Centroamericano de Integración Económica (1975). Los instrumentos de la Integración: Acuerdo Monetario Centroamericano y su Reglamento General. *Revista de la Integración Centroamericana* N° 14. Tegucigalpa, Honduras.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1965). Mercado Común Centroamericano. *Boletín de la Integración*. Buenos Aires, Argentina.
- Ben-Bassat, A. (1980). The optimal composition of foreign exchange reserves. *Journal of international economics*, 10. North Holland Publishing Company, Amsterdam.
- Black, S.W. (1985). International money and international monetary arrangements. En: *Handbook of international economics* Vol. 2. Ronal W. Jones y Peter B. Kenen (eds.), North-Holland, Amsterdam.
- CECA-CEE-CEEA (1992). El ECU. Serie Documentos. Bruselas-Luxemburgo.
- CEPAL/PNUD (1990). La cooperación regional en los campos financiero y monetario. Serie Financiamiento del Desarrollo N° 5. Proyecto Regional Financiamiento del Desarrollo, CEPAL/PNUD, Santiago.
- CMCA, (1973). Los organismos de la integración centroamericana. *Revista de la Integración Centroamericana* N°5. Banco Centroamericano de Integración Económica. Tegucigalpa, Honduras.
- Chrystal, K.A., (1980). On the theory of international money. Department of Economics Working Papers Series 147, University of California, Davis.
- Coats, W.L. Jr. (1982). The SDR as a means of payments. *IMF Staff Papers*, Vol. 29, 3 September. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Comisión de las Comunidades Europeas (1991). Conferencias intergubernamentales: contribuciones de la Comisión. *Boletín de las Comunidades Europeas*, Suplemento 2/91. Bruselas-Luxemburgo.
- Comisión de las Comunidades Europeas (1988). *Creación de un espacio financiero europeo, liberalización de los movimientos de capitales e integración financiera de la Comunidad*. Colección Perspectivas Europeas. Bruselas, Bélgica.
- Committee on Reform of the International Monetary System and Related Issues (Committee of Twenty) (1974). *International Monetary Reform*. Documents of the Committee of Twenty. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Consejo de las Comunidades Europeas Comisión de las Comunidades Europeas (1992). Tratado de la Unión Europea. Bruselas-Luxemburgo.
- Consejo Monetario Centroamericano, Secretaria Ejecutiva (1987). Informe sobre las operaciones de la Camara de Compensación Centroamericana durante el año 1986. San Jose, Costa Rica.
- Cooper, R.N. (1983). The Future of the SDR. en: Richard Cooper (ed.) *The International monetary system. Essays in world economics*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1987.
- da Rocha e Silva, Olavo César (1988). El camino hacia una moneda regional. Integración Latinoamericana, 139, octubre. INTAL, Buenos Aires.
- Garritsen de Vries, Margaret (1987). *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986. The IMF Experience*. International Monetary Fund, Washington
- Gold, Joseph (1969). Special Drawing Rights. Pamphlet Series 13. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Heller, H.R. y Knight, M.(1978). Reserve-currency preferences of central banks. Essays in International Finance 131, December. International Financial Section, Department of Economics, Princeton University, New Jersey.
- Hasse Rolph H. (1990). *The European Central Bank: Perspectives for a Further Development of the European Monetary System*. Bertelsmann Foundation Publishers. Gütersloh.
- International Monetary Fund, Annual report, 1980 a 1991. Washington D.C.
- International Monetary Fund (1968). Proposed amendment of articles of agreement. New facility based on Special Drawing Rights. Changes in fund rules and practices. A report by the Executive Directors to the Board of Governors. Washington D.C.
- Louw André (1991). The ECU and its role in the process towards monetary union. European Economy 48. Commission of the European Communities.
- Machlup, Fritz (1968). *Remaking the International Monetary System: The Rio Agreement and Beyond*. John Hopkins, Baltimore.
- McKinnon, R.I. (1979). *Money in international exchange. The convertible currency system*. Oxford University Press, Oxford.
- Polak, J. J. (1979). The SDR as a basket of currencies. IMF Staff Papers, Vol. 26, 4 December. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Pöhl, K.O. (1990). On the record. Two monetary unions - the Bundesbank's view. Central Banking, Summer 1990, London.
- Swoboda, A. K. (1968). The eurodollar market: an interpretation. Essays in International Finance 64, February. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, New Jersey.
- Van den Boogaerde, P. (1984). The private SDR: an assessment of its risk and return. IMF Staff Papers, Vol. 31, 1, March. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jacques van Ypersele (1984). *The European Monetary System, Origins, operation and outlook*. Commission of the European Communities. Brussels, Belgium.
- Vidal Juan Héctor (1987). Integración Económica y Cooperación Monetaria y Financiera de los Bancos Centrales de Centroamérica: experiencias y perspectivas. Revista de la Integración Centroamericana 37, Banco Centroamericano de Integración Económica. Tegucigalpa, Honduras.
- Williamson, John (1977). *The failure of world monetary reform, 1971-74*. New York University Press, New York.

- Williamson, John (1984). International Liquidity: Are the Supply and Composition Appropriate?, en Chris Milner (ed), *Political Economy and International Money. Selected Essays of John Williamson*. New York University Press, New York, 1987.
- Williamson, John (1985). The theorists and the real world. En *The political economy of international money*, Loukas Tsoukalis (ed.), The Royal Institute of International Affairs. SAGE Publications, London.