

# LAS RESERVAS DE CAMBIO: ORO Y DOLARES

Por Alfredo LAGUNILLA INARRITU

**EL ORO** ha estado emigrando hacia los Estados Unidos de Norteamérica nada menos que durante treinta y pico de años, con algunas alternativas de poca monta en sentido contrario. De un tiempo a esta parte el oro está volviendo a salir en pequeñas porciones de los Estados Unidos hacia el resto del mundo. ¿Por qué? ¿Se trata esta vez de que la tendencia del oro a dejar su actual refugio pueda ser a largo plazo?

## CLASICOS Y POSTCLASICOS

Bajo el patrón oro, este metal y las otras clases de dinero formaban una sola masa. *La consideración de reservas incluía la de reservas de circulación en general, pues el dinero era convertible a oro lo mismo en casa que frente al extranjero. Hoy podemos hablar de reservas de cambio y no de reservas de circulación en general, porque domésticamente el papel no es convertible a oro, y el oro, junto con la provisión de dólares, responde únicamente ante deudas contraídas con el extranjero, siempre que no puedan ser liquidadas de otro modo.*

Las reglas clásicas de defensa del oro consistían en reducir los precios interiores mediante la restricción de crédito. Desde 1931 los postclásicos inyectan crédito para no dejar que los precios interiores caigan; y si se trata de países con fuerte déficit exterior, controlan el cambio para defender el oro y los dólares.

Otros grandes cambios se han producido después de la abolición del patrón oro y de las reglas del juego clásico aplicadas a la defensa de este metal: En cuanto al monto, porque, aunque parezca mentira, el patrón oro exigía a los países acreedores una reserva relativamente pequeña. Ya hemos olvidado que Inglaterra, en sus buenos tiempos liberales, no poseía una reserva muy grande, como la posee hoy Estados Unidos. En cuanto a la clase de reservas, porque ya no tenemos un tipo de reservas uniforme a base de oro. Este metal es carísimo hoy día y sólo los grandes países acreedores pueden comprarlo en grandes cantidades; de ahí que el oro esté más o menos inmovilizado y una parte de la reserva de los países deficitarios está compuesta de dólares. Al tercer cambio ya nos hemos referido antes: el oro no es convertible forzoso más que ante las deudas exteriores, pues los circulantes están desligados de esta obligación tan fundamental en los tiempos clásicos.

Con un ratio de 33% —que en líneas generales era

la reserva clásica— cualquier aumento o disminución de oro debía aumentar tres veces la expansión o contracción de toda la base del crédito. En la postguerra anterior, cuando la enorme reserva norteamericana comenzó a moverse hacia arriba o hacia abajo, toda la base del crédito mundial entró en expansiones o colapsos inusitados. Del lado de los países débiles fué preciso neutralizar las reservas, no sólo suspendiendo la cláusula oro dentro de cada país, sino rodeando las reservas con restricciones de cambio que evitasen la salida de oro y dólares en forma de estampida hacia el exterior.

## RESERVAS Y CIRCULANTES

La Sociedad de Naciones, en un cuadro que reproducimos más abajo, nos ha referido lo que ocurrió entre reservas y circulantes en el periodo crucial de 1922 a 1938. *De acuerdo con 382 observaciones, en 121 movimientos las reservas y los circulantes marcharon en la misma dirección, según la regla del juego clásico, y en 232 movimientos (60% del total) los circulantes marcharon hacia el lado opuesto que las reservas, según el juego postclásico impuesto por la severidad de la depresión.*

El oro corrió en sentido contrario a la inflación, es decir, hacia Suiza (7.2% en 1930 a 19.0% de aumento de reservas en 1932) y hacia Estados Unidos (866 millones en 1934 a 3,084 millones en 1936).

Como consecuencia de este desequilibrio la mayor parte de los países pagaron con oro sus importaciones desde Estados Unidos, mientras que Estados Unidos comenzó a pagar sólo en dólares papel.

Desde entonces el desnivel entre reservas no ha vuelto a curarse. Una profunda mala distribución de reservas es la piedra de toque de nuestros interminables apuros internacionales.

X: cambios en la misma dirección  
 —: cambios en dirección contraria  
 \*: ningún cambio en los circulantes internos  
 ∞: ningún cambio en las reservas.

Las cifras de la derecha (a) y los del fondo (b) son porcentos (x) en el número total de observaciones por cada país (a) y por cada año (b)

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	(a)
Australia .....	—	—	—	—	—	X	X	—	—	X	X	—	X	X	X	—	—	41
Austria .....	—	—	—	—	—	*	X	—	—	—	—	—	—	—	X	—	—	14
Bulgaria .....	X	X	—	—	—	—	—	X	X	X	X	X	X	X	—	X	—	59
Chile .....	—	—	—	—	—	—	—	—	*	—	—	X	X	∞	X	∞	X	33
Colombia .....	—	—	—	—	—	—	—	—	X	—	X	—	—	*	X	—	—	27
Checoslovaquia .....	—	—	X	—	—	—	*	—	—	—	—	X	—	X	X	X	—	29
Dinamarca .....	—	X	—	—	X	X	—	—	—	—	—	—	—	X	—	—	X	29
Finlandia .....	—	—	X	—	—	X	—	X	—	—	—	—	*	X	X	X	X	41
Francia .....	—	—	—	—	—	—	—	X	*	X	X	—	—	—	—	—	X	33
Alemania .....	—	—	X	—	*	—	—	—	X	—	X	—	—	X	—	X	∞	33
Grecia .....	—	X	—	X	—	—	—	*	—	*	—	X	—	—	—	X	X	33
Hungría .....	—	—	—	—	—	X	—	X	X	—	—	—	—	—	X	—	X	38
Italia .....	—	—	—	—	—	—	*	—	X	—	—	—	—	—	X	∞	—	17
Japón .....	X	—	X	X	X	—	—	—	—	—	—	—	X	X	—	X	∞	41
Holanda .....	—	—	—	X	—	—	—	—	—	*	—	—	X	X	X	X	X	35
Noruega .....	—	X	—	—	X	X	—	—	—	—	X	—	—	—	X	—	X	35
Perú .....	—	—	—	—	—	—	—	—	∞	—	—	X	∞	—	X	X	—	33
Polonia .....	—	—	—	—	—	X	—	—	X	—	X	—	—	—	—	—	—	21
Rumania .....	—	—	—	—	—	—	—	—	X	—	X	—	X	—	—	X	X	42
Suecia .....	—	—	*	—	∞	X	—	—	—	—	—	—	—	—	*	—	—	6
Suiza .....	∞	—	—	X	X	X	X	—	X	—	—	—	X	—	—	—	—	35
Africa .....	X	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	*	—	X	—	—	12
Inglaterra .....	X	X	∞	—	—	—	∞	X	X	—	X	—	—	—	X	—	∞	35
Estados Unidos .....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	X	X	X	—	*	*	X	*	24
Uruguay .....	—	—	—	—	—	—	X	—	—	X	—	—	X	—	—	—	X	36
Yugoeslavia .....	—	—	—	—	—	—	X	—	—	—	—	X	—	—	X	—	X	36
	31	36	25	24	22	37	31	20	35	19	38	27	31	31	54	38	44	

En líneas generales, las reservas de cambio de los países débiles opusieron dificultades a dejarse absorber entre 1925 y 1929, como consecuencia de un retorno a la estabilización; pero en 1931 las reservas bajaron por todas partes para concentrarse bruscamente en Estados Unidos, mientras entre los países sin oro, los circulantes crecían para cortar el hundimiento. En 1930 algunos países como Bulgaria, Colombia, Alemania, Hungría, Italia, Polonia y Rumanía, las bajas de sus reservas no fueron acompañadas de inflación de crédito; aunque no en todos los casos por mucho tiempo. Para 1937 se notó cierta afluencia de reservas a través del mundo y la distribución del oro pareció entrar en un mejor período, pero también como alternativa transitoria.

#### DISTRIBUCION DE LAS RESERVAS

La marcha de oro hacia los Estados Unidos comenzó con la guerra 1914-18 y se acentuó entre 1920-24; al final de 1924 la reserva de oro era tres veces mayor que en 1914. Este aumento (\$4,090 millones) fué inclusive mayor que la producción de oro del mismo período. Entre 1925 y 1928 la reserva estadounidense no creció mucho; fueron tiempos de relativa marcha hacia la estabilización

mundial. Las reservas de Inglaterra, Holanda, Suecia y Suiza permanecieron las mismas; en 1928 la reserva francesa aumentó fuertemente.

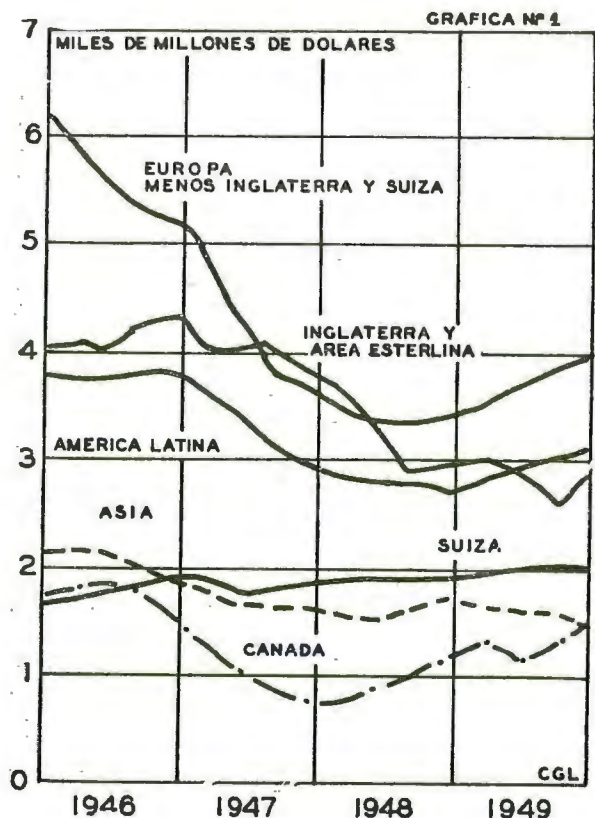
Pero, excepto siete países acreedores, el resto del mundo sufrió una baja catastrófica en sus reservas entre marzo de 1929 y marzo de 1939, siendo los tres países más castigados Alemania, Italia y Japón; precisamente los tres que derivaron hacia el fascismo y crearon las condiciones que hicieron estallar la segunda gran Guerra Mundial.

#### PROPORCIONES LEGALES DE RESERVAS

Antes de 1914, Inglaterra, Italia y otros pocos países tenían autorizados ciertos descubiertos entre sus reservas y la circulación total; Francia poseía un *plafond*; Alemania adoptaba la proporción de 33 1/3%; Holanda 40%; Estados Unidos 35% contra depósitos y 40% contra billetes, lo que fué imitado más tarde por Francia e Italia; Noruega 30% y Japón 50%; Austria 30% y lo mismo Checoslovaquia y Hungría. En la postguerra las proporciones entre oro y circulantes para los países deficitarios descendieron como sigue: Argentina de 100% a 40% (1929); Australia temporalmente de 25 a 15% (1930);

Dinamarca de 50 a 33 1/3% (1931); Alemania y Grecia suspendieron el requisito de reserva en 1931 y 1932 respectivamente; Bulgaria de 33 1/3 pasó a 25%; Ecuador de 50 a 40%; Lituania de 50 a 30% y la Unión Sud-africana de 40 a 30%.

## LAS RESERVAS EN LA POST-GUERRA.



### FONDOS PARA ESTABILIZAR EL CAMBIO

Los fondos para estabilizar los cambios se formaron por agregación de dos tipos de activos: 1) revalorización del oro y divisas; 2) fondos aportados por el Tesoro y/o el Banco Central. Estos activos fueron colocados bajo un control central, con la mira principal de prevenir fluctuaciones indeseables en los cambios. Estos fondos se destinaron también a intervenir los mercados de cambio para influir en la composición y estructura del crédito interno. El primer fondo de estabilización fué el inglés, al cual siguieron el francés, estadounidense, belga, suizo y holandés. Todos ellos tuvieron por principal efecto comprar y vender oro. Tres de estos fondos se reunieron en septiembre de 1936 (estadounidense, francés e inglés) para manejar el precio del oro a un solo nivel; la segunda gran guerra inutilizó su funcionamiento.

### LA SEGUNDA POST-GUERRA

Durante la segunda gran guerra el problema de las reservas experimentó una mayor agravación de fondo.

En este diagrama se observa una caída de las reservas (excepción hecha de Suiza) para toda el área mundial.

Inglaterra pierde la partida mas fuerte de oro. En América Latina ganan oro Venezuela y Argentina. Canadá absorbe también buena cantidad de metal amarillo. La participación de dólares en las reservas mundiales siguió cayendo en dicho año, lo que hizo particularmente aguda la escasez de esta divisa.

Consecuencia de tan grave situación fué la devaluación monetaria ocurrida en 1949, comenzando por la libra esterlina (septiembre 18), la Europa Occidental, Finlandia, Canadá, Argentina, Egipto y otros países de América y Asia. Sólo Suiza, Brasil, Pakistán y los países de la cortina de hierro permanecieron fuera de la devaluación, junto con Estados Unidos. El alza relativa de reservas con posterioridad a la devaluación de 1949 se debió precisamente a revalorización en libras de los dólares que poseían los países con más déficit de esta moneda.

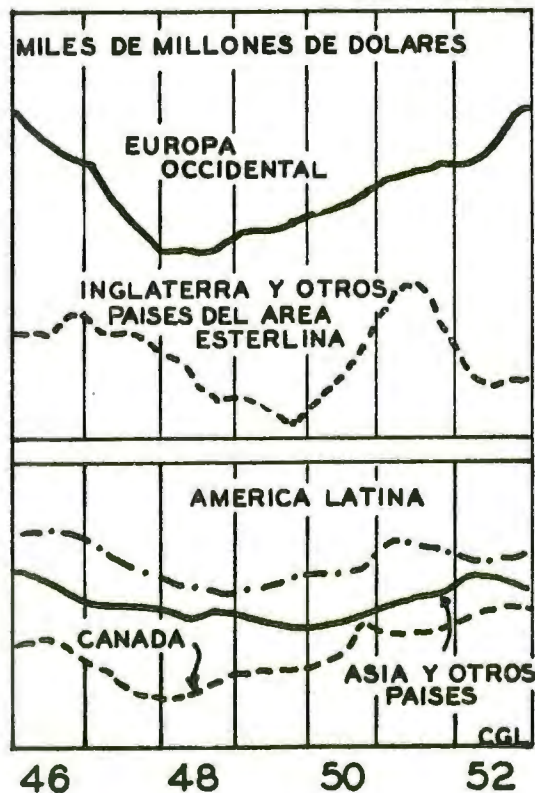
### CAMBIOS RECIENTES

De septiembre 1949 a junio 1951 los efectos de las devaluaciones decimos antes que se dejaron sentir en forma de un mayor poder de compra. Consiguientemente, se produjo una mejoría en la escasez de dólares. Pero esta situación transitoria empeoró para marzo de 1952.

En el punto más bajo (septiembre de 1949) las reservas de oro y dólares internacionales sumaron 14.6 mil millones de dólares; las cuales subieron a 19.8 en junio de 1951, volviendo a declinar a 18.5 en marzo de 1952, remontándose a 19.9 mil millones a finales de 1952. Esta

## RESERVAS INTERNACIONALES

GRAFICA 2



vez los aumentos tomaron la forma de acumulación de dólares más que de oro. El oro siguió afluyendo hacia Estados Unidos en el segundo trimestre de 1952; pero en el tercer trimestre Estados Unidos vendía mil millones de oro físico y en el cuarto trimestre las ventas netas eran de 268 millones. En enero de 1953 el stock de Estados Unidos había declinado 150 millones de dólares.

Estos cambios últimos suponen que los países extranjeros han estado convirtiendo sus dólares en oro; también que la producción de este metal ha aumentado recientemente y estos aumentos han sido adquiridos por Alemania Occidental y Japón, entre otros países. Las reservas que han crecido en primera línea corresponden al Canadá (223 millones de dólares) países del EPU europeo (765 millones de dólares). El dólar canadiense ha ascendido a la categoría de divisa internacional, con su cotización de US. \$1.0424 en el último septiembre y US. \$1.0310 al final del año 1952. Entre los países europeos los incrementos de oro y dólares han recaído a favor de Alemania Occidental (214 millones), Holanda (191 millones) y Bélgica (173 millones). También Francia ha tenido algunas ganancias. América Latina no ha participado en los aumentos de sus reservas totales. Por países, Venezuela ganó 87 millones, Argentina perdió 59 y Brasil 11. El grupo esterlina perdió 12 millones entre abril y septiembre de 1952; aunque ganó en octubre. En Asia las ganancias fueron de 103 millones entre abril y septiembre de 1952, con pérdidas para Indonesia, Israel y Filipinas, así como Egipto.

¿Por qué todo esto? Pues porque en el segundo trimestre de 1952 la situación de pagos entre Estados Unidos y el resto del mundo ha tomado una dirección especial: Los excedentes norteamericanos en cuenta internacional han declinado, en vista de fuertes compras al exterior y fuertes ayudas, aumentando las salidas de dólares por turismo y, sobre todo, porque el extranjero ha comprado sustancialmente menos en los Estados Unidos. Por otro lado, la baja de precios internacional, en lo que respecta a ciertos bienes primarios, ha cortado la posibilidad

de nuevas compras en bienes acabados estadounidenses. Ha resultado de todo esto una elevación de controles y restricciones dentro del mecanismo de pagos de las monedas blandas.

#### LA SITUACION ES CRUCIAL

*Lo es porque la baja en las compras extranjeras de Estados Unidos coincide con un nivel de actividad dentro de este país, como nunca se había dado en su historia de gran productor.* También porque la actual administración republicana de Norteamérica e igualmente el partido conservador inglés, se preocupan por dar un ejemplo de moneda sana y retorno a la libertad de tráfico, al menos como aspiración, y en esta atmósfera, muchas monedas blandas que siguen el ejemplo inglés han comenzado a endurecerse, esto es, transformarse en menos blandas—más escasas—, dentro de sus respectivos territorios nacionales y áreas respectivas.

Lo es, finalmente, porque recordamos a 1929, piedra de toque de los grandes apuros internacionales, momento en el cual otra tendencia a mejorar la distribución mundial de las reservas de cambio, acumuló gigantescos excedentes de mercancías en los Estados Unidos, redujo la capacidad de compra de los países débiles, y en otros países importadores cayeron los precios internacionales, resultando de todo ello una devaluación general de las monedas y fortalecimiento de los controles de cambio.

Pues sucede que en el ambiente postclásico que respiramos la libertad de tráfico, la mejor distribución de las reservas, el término de las ayudas y los regalos en dólares, esto es, lo que podríamos llamar "normalidad", puede resultar más un castigo que un premio a nuestra virtud.

De ahí que el recuerdo de 1929 nos advierta que es preciso no ir demasiado de prisa hacia la libertad sino que es preciso dosificarla con un cierto número de controles y gastos improductivos del tipo de la defensa militar y otras concesiones a la anomalía.

#### RESERVAS DE ORO Y DOLARES EN MILLONES DE DOLARES

	Septiembre 1952 (1)			Marzo 1952			Junio 1951			Septiembre 1949		
	Oro	Dls.	Total	Oro	Dls.	Total	Oro	Dls.	Total	Oro	Dls.	Total
Canadá .....	892	1,545	2,437	874	251	891	609	210	819	554	187	741
Inglaterra y área esterlina.	1,980	1,165	3,145	2,116	1,340	2,214	652	1,329	1,981	460	827	1,287
Otros países del EPU .....	4,516	2,897	7,413	4,380	1,041	3,157	4,156	869	5,025	1,777	670	2,447
América Latina .....	1,810	1,524	3,334	1,946	2,268	6,648	4,237	2,166	6,403	3,953	1,784	5,737
Asia .....	791	1,573	2,364	785	1,420	3,366	2,016	1,640	3,656	1,580	1,285	2,865
Otros .....	640	217	857	640	1,476	2,261	716	1,213	1,929	704	869	1,573
TOTAL .....	10,629	8,921	19,550	10,741	7,796	18,537	12,386	7,427	19,813	9,028	5,622	14,650

(1) Preliminares.

FUENTES: Monthly Review of Credit and Business Conditions.—Federal Reserve Bank of New York, February 1953.