

	Miles de sacos de 60 kilos		Miles de sacos de 60 kilos
América Central		Africa	
Costa Rica	1.258	República Central Africana.....	155
República Dominicana	590	Guinea Ecuatorial	85
El Salvador	3.115	Etiopía	1.375
Guatemala	1.910	Guinea	84
Haití	330	Costa de Marfil	4.430
Honduras	670	Kenia	1.271
Méjico	2.400	Liberia	69
Nicaragua	665	Madagascar	853
América del Sur		Ruanda	230
Bolivia	83	Sierra Leona	75
Brasil	2.500	Tanzania	728
Colombia	7.400	Togo	187
Ecuador	1.128	Uganda	2.678
Perú	750	Zaire	935
Venezuela	100	Asia y Oceanía	
Africa		India	990
Angola	1.140	Indonesia	1.805
Burundi	345	Timor	55
Camerún	1.520	Papua y Nueva Guinea	595

MOVILIZACION DEL ORO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (1)

POR FRANCISCO SUAREZ, DIRECTOR EJECUTIVO DEL FONDO

INTRODUCCION

El presente ensayo tiene por objeto comentar los arreglos que el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional —FMI— ha llevado a cabo con el fin de ejecutar los recientes acuerdos de Jamaica del Comité Interino para movilizar la tercera parte del oro de esta institución (2).

Uno de los principios básicos del esquema de reforma del sistema monetario internacional es la reducción del papel del oro dentro de los activos de reserva. Si bien esto puede ser cierto para el sistema en su conjunto, juzgando por el nivel de actividad y, diría yo entusiasmo, que el metal ha despertado recientemente en el FMI, casi podría decirse que Midas ha puesto su mano en el edificio de la calle 19 en Washington, y que el oro bien puede convertirse en una parte importante de la actividad del FMI. La razón de todo esto es que esta institución se encuentra preparando activamente sus primeras subastas de oro, la primera ya efectuada el 2 de junio del presente año. Ciertamente es un hecho de gran importancia que un organismo internacional como el FMI, cuya principal actividad ha sido el apoyo de balanza de pagos a los países miembros, vaya a iniciarse también en el terreno

de las operaciones comerciales de ventas de oro casi al menudeo. Será interesante apreciar la manera como esta nueva modalidad puede influir en la estructura, el funcionamiento y la mentalidad de la institución y sus funcionarios. Superficialmente, puede apreciarse ya una importante ampliación en las operaciones, ya bastante complejas, de su Departamento de Tesorería; el Directorio Ejecutivo del FMI se transformará una vez cada seis semanas en algo similar al cónclave de las cinco casas de oro de Londres para experimentar con las leyes de la oferta y la demanda y hacer su propia fijación de precio. Además, a través del Fondo Fiduciario, se ha establecido un "milagroso" mecanismo transformador del metal en ayuda a los países en desarrollo. Esto último

(1) Este texto se basa en una ponencia presentada ante la XXII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos. Agradezco la valiosa colaboración brindada por los señores William Heyden y Luis Felipe Wilches en la preparación de este trabajo.

(2) El Comité Interino de Gobernadores del FMI, reunido en Jamaica en enero de 1976, concluyó importantes acuerdos en materia de la reforma del sistema monetario internacional. Un aspecto sobresaliente de estos acuerdos fue movilizar la tercera parte del oro que tiene el FMI en su poder, o sea 150 millones de onzas, resultado de las aportaciones pasadas de sus miembros como pagos de cuotas. Se decidió que la sexta parte, veinticinco millones de onzas, se restituirían a todos los países miembros en proporción a su cuota y otra sexta parte se canalizaría para beneficio directo de los países en desarrollo.

ha significado que algunos críticos ortodoxos censuren al FMI por entrar en el terreno de la ayuda concesional, reservada a la Asociación Internacional de Fomento —AIF— de la institución gemela, el Banco Mundial, mientras que otros consideran que se ha logrado algo análogo al "vínculo" tan deseado por los países en desarrollo.

Mi exposición contendrá algunos comentarios sobre el tipo de operaciones que el FMI realizará al tenor de los acuerdos del Comité Interino y del Directorio y el beneficio que esto pudiera representar para los países de América Latina y el Caribe. Luego haré algunos comentarios sobre las características de las subastas, con algunas reflexiones —casi diría yo elucubraciones— sobre lo que estas subastas pudieran representar dentro del contexto del mercado global del oro y su posible impacto sobre el precio.

I — OPERACIONES DEL FMI

Las operaciones previstas por el acuerdo de Jamaica, en orden de mayor o menor generalidad, son tres:

Restitución generalizada;

Transferencia directa a los países en desarrollo; y
Operaciones del Fondo Fiduciario.

Como las características generales de las operaciones son ya conocidas, (ver nota 2) me referiré principalmente a los aspectos operativos de su ejecución que es donde se han tomado decisiones recientes:

1. Restitución generalizada

Como se recordará, la restitución de veinticinco millones de onzas del FMI beneficiará a todos los países miembros de esta institución en proporción a su cuota y se efectuará en especie. Se pretende que la distribución a cada país se realizará en cuatro operaciones anuales por igual monto, que se efectuarán probablemente en el mes de diciembre de cada año. Una vez que el Convenio Constitutivo enmendado entre en vigor, que podemos suponer sería ya para las operaciones tercera y cuarta, el país adquirirá el oro al actual precio oficial de 35 DEG la onza, entregando a cambio su propia moneda. Esto genera el problema de determinar cuál será el efecto que estos pagos pueden tener sobre la posición acreedora o deudora del país en el FMI, su obligación de recomprar y su derecho a recibir remuneración o pagar cargos, pero este es un problema secundario que se resolverá de acuerdo con políticas que se establecerán posteriormente.

Las complicaciones se presentan durante los dos primeros años en que el FMI, en teoría, no está au-

torizado para restituir abiertamente el oro. Para tal efecto, la mente siempre ingeniosa del Consejero legal ha planteado la siguiente solución: cuando el país tiene posición acreedora o supertramo oro, puede ir adquiriendo el oro al precio de 35 DEG la onza en su propia moneda, haciendo disminuir dicha posición hasta posiblemente eliminarla totalmente, es decir, alcanzar 75% de la cuota. Pero ¿qué sucede con los países que no tienen posición acreedora o supertramo oro? El mecanismo que se ha establecido es el siguiente: los países cuya posición acreedora excede el valor de su oro restituido, pueden adquirir oro por encima de su asignación reponiendo sus propias monedas al FMI, con la obligación expresa de traspasar el metal que no les corresponde a ellos mismos a los países miembros sin supertramo oro, quienes a su vez lo pagarían al precio oficial pero en dólares. La consecuencia final es que el país acreedor sustituye, quizás temporalmente, una posición de reserva en el FMI, sujeta a remuneración, por dólares y el país deudor recibe oro a cambio de dólares. El FMI aumenta sus tenencias de monedas utilizables, lo que le da una mayor liquidez para realizar sus operaciones normales. Esto se consideró como una importante ventaja adicional del procedimiento.

Se ha negociado, sin embargo, la posibilidad de que los países que tuvieran necesidad de balanza de pagos y no tuvieran o no quisieran pagar en divisas, sean autorizados para diferir esta operación hasta la entrada en vigor de las enmiendas, pudiendo entonces pagar ya en su propia moneda. (Vale la pena destacar que ya Alemania, basada en obstáculos internos de tipo legal, ha pedido una posposición para después de la primera operación anual pero probablemente antes de la entrada en vigor de las enmiendas). También se plantea una serie de combinaciones intermedias, es decir, países que tienen suficiente supertramo oro para pagar por su primera asignación pero no por las ulteriores.

América Latina y el Caribe recibirán por concepto de restitución alrededor de 2,2 millones de onzas por un valor total imputado de aproximadamente DEG 230 millones. (El oro se valúa para estos efectos en un precio de mercado de US\$ 120). Si se deduce el precio oficial, la plusvalía total sería de alrededor de DEG 154 millones. En la primera operación que se efectuaría en diciembre de este año recibirían aproximadamente medio millón de onzas por un valor bruto de alrededor de DEG 60 millones. Debe destacarse que al momento Venezuela tiene suficiente posición acreedora como para cubrir su asignación total de los dos primeros años e inclusive participar ampliamente en operaciones

de intermediación para canalizar oro hacia otros países sin posición acreedora. Brasil, Ecuador y México tienen actualmente suficiente posición de supertramo oro para efectuar su primera operación anual y también la segunda. Barbados y Paraguay tienen supertramo oro pero no suficiente para cubrir la primera operación. Es importante destacar que la condición indispensable para restituir oro uti-

lizando la posición acreedora, es que el FMI considere que la moneda del país respectivo reúne los requisitos para ser utilizable en otras operaciones del FMI, ya que, como se indicó, uno de los derivados importantes de esta operación de restitución o, en algunos casos, de reciclaje, es el aumento de la liquidez del Fondo Monetario.

CUADRO 1
América Latina y el Caribe: restitución del oro del FMI durante el período 1976-79
(Miles de DEG)

Países	Cuotas FMI (%) (a)	Países con supertramo oro (1) (b)	Restitución					
			Onzas (2) (c)	Valor imputado del oro instituido (3) (d)	Costo (DEG 35 por onza) (e)	Plusvalía (d - e) (f)	Asignación anual (4)	
							Costo (g)	Plusvalía (h)
1 Argentina	1,51		376.565	39.268,2	13.180	26.088,2	3.295,0	6.522,1
2 Bahamas	0,07		17.117	1.785,0	599	1.185,0	149,8	296,5
3 Barbados (A)	0,04	13,0	11.126	1.160,2	389	771,2	97,2	192,8
4 Bolivia	0,13		31.666	3.302,1	1.108	2.194,1	277,0	584,5
5 Brasil (B)	1,51	6.160,0	376.565	39.268,2	13.180	26.088,2	3.295,0	6.522,1
6 Colombia	0,54		134.365	14.011,6	4.703	9.308,6	1.175,8	2.372,1
7 Costa Rica	0,11		27.387	2.855,9	959	1.896,9	239,8	474,2
8 Chile	0,54		135.221	14.100,8	4.733	9.367,8	1.183,2	2.341,0
9 Ecuador (C)	0,11	4.983,0	28.242	2.945,1	968	1.957,1	247,0	489,3
10 El Salvador	0,12		29.954	3.123,6	1.048	2.075,6	262,0	518,9
11 Grenada	0,01		1.712	178,5	60	118,5	15,0	29,6
12 Guatemala	0,12		30.810	3.212,9	1.078	2.134,9	269,5	533,7
13 Guyana	0,07		17.117	1.785,0	599	1.186,0	149,8	296,5
14 Haití	0,07		16.261	1.695,7	569	1.126,7	142,2	281,7
15 Honduras	0,09		21.396	2.231,2	749	1.482,2	187,2	370,6
16 Jamaica	0,18		45.359	4.730,0	1.588	3.142,0	397,0	785,5
17 México (B)	1,28	5.180,0	316.657	33.021,0	11.083	21.938,0	2.770,8	5.484,6
18 Nicaragua	0,09		23.107	2.409,6	809	1.600,6	202,2	400,2
19 Panamá	0,12		30.810	3.212,9	1.078	2.134,9	269,5	533,7
20 Paraguay (A)	0,07	19,0	16.261	1.695,7	569	1.126,7	142,2	281,7
21 Perú	0,42		105.267	10.977,2	3.684	7.293,2	921,0	1.823,3
22 República Dominicana..	0,15		36.801	3.837,6	1.288	2.549,6	322,0	637,4
23 Trinidad y Tobago.....	0,22		53.917	5.622,5	1.887	3.735,5	471,8	933,8
24 Uruguay	0,24		59.052	6.157,9	2.087	4.090,9	516,6	1.022,7
25 Venezuela (C)	1,13	150.181,0	282.424	29.451,2	9.885	19.566,2	2.471,2	4.891,6
Total	3,94		2.225.159	232.039,6	77.880	154.159,6	19.472,7	38.539,9

(a) Al 29 de febrero de 1976. (b) Cálculo obtenido de multiplicar los 25 millones de onzas a restituirse por la participación de la cuota de cada miembro. (c) Calculado a DEG 104,28 por onza troy (US\$ 120). (4) Como la restitución se hará en cuatro períodos de un año cada uno, para los años 1976 a 1979 los datos anuales serán idénticos a los de las columnas (g) y (h). (A) Durante el primer año de restitución, Barbados podría reponer su moneda al FMI por DEG 13.000 y adquirir el remanente de su oro en moneda fuerte a DEG 84.200 de otros países acreedores. El segundo año tendrá que pagar los DEG 97.200 en moneda fuerte por el oro restituido al haber agotado su supertramo oro en el primer año. Igualmente, Paraguay podría reponer DEG 19.000 y pagaría en moneda fuerte DEG 123.000 durante el primer año. El segundo año tendría que adquirir el oro en moneda fuerte a DEG 142.200. (B) Brasil repondrá moneda a través de su supertramo oro para obtener toda la restitución del primer año y DEG 2.865.000 del segundo año, teniendo que adquirir en moneda fuerte el remanente por DEG 430.000. Igualmente, México repondrá moneda el primer año de restitución y DEG 2.409.200 al segundo año, pagando en moneda fuerte este último año DEG 360.800. (C) Durante los dos primeros años de restitución, Ecuador y Venezuela la pueden realizar a través del mecanismo de reposición de monedas, pues su supertramo es bastante mayor que el monto por restituirles.

2. Transferencia directa a los países en desarrollo

Los otros veinticinco millones de onzas se canalizarán para beneficio de los países en desarrollo bajo dos tipos de operaciones: la llamada transferencia directa y el Fondo Fiduciario. En general, estas operaciones suponen, como una opción a la que me refe-

riré posteriormente, una entrega de beneficios en divisas y no en especie a los países en desarrollo, y como tal serán consecuencia de las ventas o subastas que el FMI efectúe con este metal.

La transferencia directa a los países en desarrollo, por la participación proporcional que con base en sus

cuotas les corresponde de los veinticinco millones de onzas, es en realidad una aportación política lograda por países de América Latina atendiendo a la necesidad primordial de proteger los intereses de los países de ingreso medio que no iban a ser beneficiarios del Fondo Fiduciario. En realidad el acuerdo también es ventajoso para los países de bajo ingreso, ya que se salvaguardó el principio de que los países en desarrollo no deberían estar sujetos a ningún tipo de condicionalidad o restricciones para recibir los beneficios del oro que ellos mismos habían aportado a la institución, bajo reglas del juego y expectativas totalmente distintas de las que imperan ahora.

El mecanismo operativo supone que, a medida que se vayan realizando las subastas de oro, se reintegrará a la Cuenta General del FMI la parte correspondiente al valor oficial. Por otra parte, la diferencia entre el precio oficial y el precio de realización en el mercado genera una plusvalía en la cual a cada país en desarrollo le está garantizada una

participación proporcional a su cuota, que en conjunto representa un 25 o 30% del total. La parte restante de la plusvalía que, en la práctica, corresponde a la proporción de cuotas de los países industriales (70-75%) iría para dotar de recursos al Fondo Fiduciario.

No se ha determinado todavía el calendario según el cual se asignarían estas cantidades que corresponden a la transferencia directa, pero se presupone que por razones prácticas sería anualmente, al mismo tiempo que se asigna la restitución o quizás en períodos semestrales.

Uno de los principales países industriales se opuso consistentemente a que a los países en desarrollo se les pudiese dar la opción de recibir esta participación en especie, insistiendo en que el compromiso logrado se refería a las ganancias de las ventas y debería otorgarse en divisas; la justificación obvia es la de no sustraer montos a la cantidad que se vendería en el mercado.

CUADRO 2

América Latina y el Caribe: transferencias directas de las utilidades obtenidas por el Fondo Fiduciario en las ventas de veinticinco millones de onzas de oro

(Millones de DEG)

Países	Cuota		Transferencia total		Transferencias anuales			
	Monto	% del total	Onzas de oro (1)	Millones DEG	1977	1978	1979	1980
Argentina	440	1,51	376.565	26.090	6.522	6.522	6.522	6.522
Bolivia	37	0,13	31.666	2.194	549	549	549	549
Brasil	440	1,51	376.565	26.090	6.522	6.522	6.522	6.522
Chile	158	0,54	135.221	9.370	2.342	2.342	2.342	2.342
Colombia	157	0,54	134.365	9.309	2.327	2.327	2.327	2.327
Costa Rica	32	0,11	27.387	1.897	474	474	474	474
República Dominicana	43	0,15	36.801	2.550	637	637	637	637
Ecuador	33	0,11	28.242	1.957	489	489	489	489
El Salvador	35	0,12	29.954	2.075	519	519	519	519
Guatemala	36	0,12	30.810	2.135	534	534	534	534
Haití	19	0,07	16.261	1.127	282	282	282	282
Honduras	25	0,09	21.396	1.482	370	370	370	370
México	370	1,27	316.657	21.939	5.485	5.485	5.485	5.485
Nicaragua	27	0,09	23.107	1.601	400	400	400	400
Panamá	36	0,12	30.810	2.135	534	534	534	534
Paraguay	19	0,07	16.261	1.127	282	282	282	282
Perú	123	0,42	105.267	7.293	1.823	1.823	1.823	1.823
Uruguay	69	0,24	59.052	4.091	1.023	1.023	1.023	1.023
Venezuela	330	1,13	282.424	19.568	4.892	4.892	4.892	4.892
Bahamas	20	0,07	17.117	1.186	296	296	296	296
Barbados	13	0,04	11.126	0.771	193	193	193	193
Grenada	2	0,01	1.712	0.119	30	30	30	30
Guyana	20	0,07	17.117	1.186	296	296	296	296
Jamaica	53	0,18	45.359	3.143	786	786	786	786
Trinidad y Tobago	63	0,22	53.917	3.735	934	934	934	934
Total	2.600	8,93	2.225.159	154.170	38.543	38.543	38.543	38.543

(1) Esta cantidad de oro representa la plusvalía que recibirían los países, en especie, como su monto proporcional de los veinticinco millones de onzas destinadas a los países en desarrollo. Dicho cálculo ilustrativo supone una ganancia de DEG 69,28, y es por lo tanto el equivalente en especie de la columna siguiente.

Se logró, sin embargo, alcanzar un compromiso. Los países en desarrollo interesados en recibir su participación en especie lo pueden hacer difiriendo la operación hasta la fecha de entrada en vigor de las enmiendas al Convenio Constitutivo, debiendo notificar esta decisión a la mayor brevedad posible. Participarían entonces en una subasta o subastas celebradas después de enmendado el Convenio, presentando una oferta de tipo no competitivo. Es decir, pagarían el precio de la subasta en dólares para obtener el monto de oro que les corresponde, siendo, sin embargo, acreedores a recibir la diferencia entre el precio promedio de todo el período de subastas previo a las enmiendas y el precio oficial. La plusvalía en especie que recibirían sería pues equivalente a la plusvalía promedio, ello con el fin de evitar una situación de desigualdad con los países que hubiesen recibido su beneficio en divisas. Esto reduce considerablemente las ventajas de esta opción.

Subsiste, sin embargo, un delicado problema político que el Directorio deberá decidir antes del mes de agosto y es el referente a cuáles países en desarrollo deberán recibir esta transferencia directa. Esta cuestión se desprende de que los Estados Unidos objetan que países con alto nivel de ingreso per cápita y posición de balanza de pagos altamente favorable, sean acreedores a esta ventajosa distribución de recursos. Dentro del área de América Latina resultarían excluidos Venezuela y Argentina. Como los países en desarrollo han manifestado en general que esta es una cuestión de principio y que no debe de excluirse de esta asignación a ningún

país del grupo, se ha planteado una solución de compromiso que no sabemos todavía si tendrá éxito, según lo cual el director-gerente ha enviado una comunicación a todos los países no beneficiarios del Fondo Fiduciario para indagar quiénes cederían voluntariamente la parte que les corresponde. En la práctica, lo que se busca es que algunos de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo —OPEP— cedan voluntariamente su participación.

En todo caso, los países de América Latina recibirían, por concepto de transferencia directa, una plusvalía total de aproximadamente DEG 154 millones, que según el tipo de distribución que se adopte significaría aproximadamente entre cuarenta y cincuenta millones de derechos especiales de giro anuales.

3. Fondo Fiduciario

Como indiqué anteriormente, se ha establecido ya un Fondo Fiduciario en el FMI que dispondrá como fuente principal de recursos del 70 o 75% de la plusvalía derivada de las ventas de oro de veinticinco millones de onzas; o sea, una cifra aproximada de DEG 1.300 millones. Los países que potencialmente tienen acceso al Fondo Fiduciario son los sesenta que tienen ingreso per cápita inferior a los DEG 300, a los que recientemente se añadió Guatemala con base en el desastre natural que tan hondas repercusiones tuvo sobre la situación económica general de ese país.

CUADRO 3
América Latina y el Caribe: posible financiamiento del Fondo Fiduciario

(Millones de DEG)

Países	Cuota		Financiamiento					
			Total		1978		1980	
	Monto	% del total (1)	Mínimo (2)	Máximo (3)	Mínimo (2)	Máximo (3)	Mínimo (2)	Máximo (3)
Bolivia	37	0,984	12.792	16.482	6.396	8.241	6.396	8.241
El Salvador	35	0,931	12.103	15.594	6.051	7.797	6.051	7.797
Grenada	2	0,053	689	888	344	444	344	444
Guatemala	36	0,958	12.454	16.047	6.227	8.023	6.227	8.023
Haití	19	0,506	6.578	8.476	3.289	4.238	3.289	4.238
Honduras	25	0,665	8.645	11.139	4.322	5.569	4.322	5.569
Paraguay	19	0,506	6.578	8.476	3.289	4.238	3.289	4.238
Total	173	4,603	59.839	77.101	29.919	38.550	29.919	38.550

(1) Porcentaje del total de cuotas de los sesenta países con acceso al Fondo Fiduciario, que determina la participación mínima potencial en dicho Fondo. (2) Suponiendo que se obtiene una ganancia de DEG 69,28 por onza y que de la ganancia total de DEG 1.732 millones, el 25% se transfiere directamente a los países en desarrollo. Para cada país el financiamiento se obtiene multiplicando su porcentaje de participación por la ganancia neta del Fondo Fiduciario (DEG 1.300 millones). (3) Supuesto: de los sesenta países con acceso al Fondo Fiduciario se eliminan veintiuno que al 30 de abril de 1976 no tenían plusvalía de balanza de pagos, al tener aún disponibles giros en el supertramo de oro o en el tramo de oro. Esto permite que la plusvalía neta (DEG 1.300 millones) se distribuya entre un menor número de países y aumentar así el monto del financiamiento.

Vale la pena destacar algunas de las principales características del Fondo Fiduciario:

a) Se establece un fondo de recursos cuyo monto inicial dependerá de los resultados de las primeras dieciséis subastas. Los primeros desembolsos se efectuarán después de un período de dos años, es decir, en 1978.

b) Los países con necesidad de balanza de pagos durante ese primer período de dos años podrían presentar una solicitud de giro.

c) Para aprobar la solicitud de algún país individual, es condición básica haber efectuado giros bajo alguna de las facilidades condicionales del Fondo (Stand-by, giros bajo tramos de crédito, o faci-

lidad ampliada más no financiamiento compensatorio), o haber formulado un programa financiero satisfactorio a juicio del FMI que cubra un período que cae fundamentalmente durante este período de dos años.

d) Entre los países elegibles, según criterios prudentes, los recursos se distribuirán en proporción a sus cuotas, es decir, por ejemplo, cabe que solamente veinte países del total participen efectivamente en este mecanismo y sería solo entre ellos que se distribuiría el total de fondos.

El mismo procedimiento se seguiría con los fondos derivados de las ventas de oro de los dos últimos años.

CUADRO 4

América Latina y el Caribe: estimación del total de recursos a captar en el período 1976-80 por concepto de restitución, transferencias directas y préstamos del Fondo Fiduciario, derivados de la venta de quinientos millones de onzas de oro del FMI

(Millones de DEG)

Países	Total de onzas de oro (1)	Recursos					
		Total (2)	1976	1977	1978	1979	1980
Argentina	753.130	52.180	6.522	13.044	13.044	13.044	6.522
Bahamas	34.234	2.372	296	592	592	592	296
Barbados	22.252	1.542	193	386	386	386	193
Bolivia	63.332	20.870*	549	1.098	9.339	1.098	8.790
Brasil	753.130	52.180	6.522	13.044	13.044	13.044	6.522
Colombia	268.730	18.618	2.327	4.654	4.654	4.654	2.327
Costa Rica	54.774	3.794	474	948	848	948	474
Chile	270.442	18.740	2.342	4.684	4.684	4.684	2.342
Ecuador	56.484	3.914	489	978	978	978	489
El Salvador	59.908	19.744*	519	1.038	8.835	1.038	8.316
Grenada	3.424	1.126	30	60	504	60	474
Guatemala	61.620	20.317*	534	1.068	9.091	1.068	8.557
Guyana	34.234	2.372	296	592	592	592	296
Haití	32.522	10.730*	282	564	4.802	654	4.520
Honduras	42.792	14.103*	370	740	6.309	740	5.039
Jamaica	90.718	6.286	786	1.572	1.572	1.572	706
México	633.314	43.878	5.485	10.970	10.970	10.970	5.485
Nicaragua	46.214	3.202	400	800	800	800	400
Panamá	61.620	4.270	534	1.068	1.068	1.068	534
Paraguay	32.522	10.730*	282	564	4.802	564	4.520
Perú	210.534	14.586	1.823	3.646	3.646	3.646	1.823
República Dominicana	73.602	5.100	637	1.274	1.274	1.274	637
Trinidad y Tobago	107.834	7.470	934	1.868	1.868	1.868	934
Uruguay	118.104	8.182	1.023	2.046	2.046	2.046	1.023
Venezuela	564.848	39.136	4.892	9.724	9.724	9.724	4.892
Total	4.450.318	385.441	38.543	77.085	115.636	77.085	77.092

Fuente: Cuadros 1, 2 y 3. * Países con acceso al Fondo Fiduciario. (1) Equivalente en oro que le corresponde a los países latinoamericanos y del Caribe por concepto de su porción en la restitución general y por transferencia directa de la plusvalía derivada de su participación en los veinticinco millones de onzas para beneficio de los países en desarrollo. (2) Plusvalía total que obtendrían los países por: a) la ganancia imputada —DEG 69,28 por onza— del oro restituido; b) la transferencia directa de las utilidades adicionada en los casos de asterisco por los préstamos obtenidos de este Fondo.

De América Latina y el Caribe pueden en principio participar en el Fondo Fiduciario siete países: Bolivia, El Salvador, Grenada, Guatemala, Haití, Honduras y Paraguay. Suponiendo que todos los países participaran en la distribución de los recursos del Fondo Fiduciario, estos países recibirían un total de US\$ 60 millones en los dos desembolsos bianuales. Haciendo un cálculo grueso con base en los paí-

ses que actualmente tienen necesidad de balanza de pagos y están bajo algún programa con la condicionalidad requerida, esta cifra podría aumentar hasta un total de US\$ 80 millones; es decir, que en cada uno de los dos períodos de asignación de recursos, cada uno de los países citados de América Latina y el Caribe, en caso de tener necesidad de balanza de pagos podrían recibir montos de US\$ 4 a US\$ 8

millones según su cuota. Estos recursos se otorgarían en condiciones altamente concesionales con tasa de interés del $\frac{1}{2}\%$, plazo de diez años y período de gracia de cinco años; de tal suerte que este puede considerarse como un subsidio sumamente ventajoso vinculado con el uso de recursos del FMI.

II — LAS VENTAS DE ORO DEL FMI Y EL MERCADO DEL ORO

Como indiqué anteriormente, la primera subasta del FMI se realizó el 2 de junio de 1976. Puede resultar interesante, en consecuencia, examinar qué es lo que significan las ventas de oro del FMI, consideradas como una oferta adicional que se vierte sobre el mercado del oro, la forma específica como dichas ventas se llevarán a cabo, ya que la distribución de las ventas de oro en el tiempo y las reglas del juego que las rigen, tendrán gran repercusión sobre las expectativas y el comportamiento del mercado y, por lo tanto, sobre el precio y, finalmente, un examen de las implicaciones en el contexto del mercado del oro.

Inicialmente, el FMI venderá en total 12,5 millones de onzas distribuidas en dieciséis subastas públicas, —cada una de aproximadamente 780.000 onzas— que se celebrarán a intervalos de seis semanas. La experiencia obtenida en estos dos primeros años servirá para determinar las reglas sobre la venta de la otra mitad de doce y medio millones de onzas en los dos años subsecuentes, de conformidad con el convenio del Comité Interino de movilizar el oro en un período de cuatro años.

El Directorio fue extremadamente cuidadoso en fijar de antemano todas las reglas del juego relativas a las primeras dieciséis subastas, a fin de minimizar la incertidumbre y lograr un mercado lo más estable posible.

El aspecto principal del procedimiento es el relativo a la fijación del precio. Dependiendo de las ofertas recibidas, se establecerá un precio común al cual se vende a todos los demandantes que se sitúen igual o por encima del mismo. En función de este precio, la cantidad vendida puede ser inferior pero no mayor a la cantidad subastada. El director gerente tiene la responsabilidad de proponer este precio común, pero puede ser rechazado por algún director, lo que significaría la necesidad de que el Directorio tuviera que considerar los diferentes niveles de ofertas para aprobar el precio por mayoría de votos. Después de la tercera o cuarta subasta se utilizaría otro sistema de fijación de precios, según el cual las ofertas se aceptan en orden descendente hasta alcanzar el precio mínimo aceptable.

De acuerdo con las reglas algo sibilinas que negocia el Comité Interino, el adquirente no podrá ser, antes de la aprobación de las enmiendas, ni un país miembro ni un banco central; pero el Banco de Pagos Internacionales —BIS— sí podrá participar en las subastas. La oferta mínima en la primera subasta fue de cinco barras de oro o dos mil onzas.

La única experiencia que puede servir de base de comparación es la de las dos subastas realizadas por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Los resultados, sin embargo, fueron totalmente diferentes en cada una, (como seguramente será la experiencia futura del FMI); en la subasta de enero de 1975, la cantidad vendida de 750.000 onzas fue muy inferior a la cantidad ofrecida de dos millones de onzas; en la de junio de 1975 la situación fue exactamente a la inversa. Se vendió la totalidad de la cantidad ofrecida, medio millón de onzas, pero las ofertas fueron por un monto ocho veces superior. En ambos casos, el mercado probablemente descontó el efecto de la venta y el precio sufrió poca alteración en el período inmediato anterior y posterior a la subasta, aunque ciertamente se produjo un efecto importante de freno a la tendencia al alza que había prevalecido en el mercado.

Ahora bien, si las subastas de Estados Unidos, por un monto de un millón y medio de onzas, representaron en 1975 aproximadamente el 3% del total de ventas, los $6\frac{1}{4}$ millones de onzas que el FMI venderá anualmente en los próximos cuatro años representan alrededor de un 15% del total de ventas de oro durante 1975.

¿Cuál es el escenario que nos ofrece el mercado del oro que recibirá las ventas del FMI? La "oferta de oro" como se sabe está constituida por: 1) la producción minera no comunista, principalmente Sudáfrica; 2) las ventas de los países comunistas, principalmente la URSS y recientemente China; 3) las ventas de oro oficiales, y 4) el "desatesoramiento".

La producción minera ha venido disminuyendo ya que por razones técnicas la oferta responde negativamente a aumentos de precio; las ventas de la URSS también han disminuido recientemente con respecto a su nivel de 1973-74, ya que estas dependen normalmente de la necesidad de importar grano y aunque esta se mantiene todavía, últimamente el país ha preferido financiarse en los mercados de capital. La oferta oficial, como resultado de las subastas de Estados Unidos y ahora del FMI, se vuelve significativa por primera vez desde 1968.

Por el lado de la demanda, el factor dominante y el que explica el enorme aumento acontecido en el precio en los últimos años, así como la baja re-

ciente, es la demanda especulativa, de inversión y de atesoramiento. Son varios los factores que justifican el auge en este tipo de demanda: la agudización de la inflación, la incertidumbre cambiaria y, especialmente, la baja del dólar; la recesión industrial y su impacto sobre los valores bursátiles; las altas cargas tributarias y un importante residual que pudiera llamarse el "coeficiente psicológico de incertidumbre". Todo lo anterior combinado demuestra que el oro sigue siendo el activo de refugio por excelencia. Lo cierto es que la demanda especulativa alcanzó a representar en 1974 dos terceras partes

del total de las ventas. A partir de 1975 y principios de 1976 los factores anteriormente indicados se han revertido y la composición de la demanda ha sufrido importantes alteraciones. Con la recuperación industrial y la baja en el precio del metal, a su vez el resultado de la disminución de la demanda especulativa, el consumo industrial se ha vuelto a estimular y ha venido aumentando su participación en el total de ventas hasta alcanzar un 50%. ¿Cuáles son los principales elementos que debemos tener en cuenta para aventurar un diagnóstico del impacto posible de las subastas de oro?

CUADRO 5
Oferta y demanda de oro (1973-76)
(Miles de onzas troy)

	1973		1974		1975		1976	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. Oferta	44.600	100,0	39.900	100,0	39.300	100,0	42.600	100,0
a) Producción	35.600	79,8	32.200	80,7	30.600	77,9	32.000	75,1
b) Ventas de países comunistas	8.800	19,7	7.100	17,8	7.000	17,8	7.000	16,4
c) Otros*	200	0,5	600	1,5	1.700	4,3	3.600	8,5
II. Demanda	44.600	100,0	39.900	100,0	39.300	100,0	42.600	100,0
a) Industrial	25.300	56,7	13.900	34,8	18.500	47,1	22.500	52,8
b) Especulación e inversión	19.300	43,3	26.000	65,2	20.800	52,9	20.100	47,2
III. Oro oficial	1.022.900		1.021.500		1.020.400			
Países miembros FMI..	1.017.000		1.015.700		1.014.500			
FMI	153.400		153.400		153.400			

Fuentes: International Financial Statistics, Samuel Montague and Co., "Annual Bullion Review 1975" y J. Aron and Co. Inc.
* Incluye ventas oficiales y, en 1976, ventas del FMI.

1) El aumento en el consumo industrial pudiera compensar alguna baja en la demanda especulativa, pero esta representa todavía una proporción muy importante de la demanda total (veintidós millones de onzas o 50% sobre un total de cuarenta millones de onzas).

2) El mercado probablemente haya descontado los efectos de la primera subasta del FMI tal y como aconteció con la primera subasta de los Estados Unidos. Esto explica el "equilibrio" un tanto frágil que ha prevalecido últimamente entre US\$ 125 y US\$ 135. Ceteris paribus, esta podría ser la situación que prevalezca durante todo el año, pero es difícil considerar que los especuladores pueden contentarse pacientemente con un precio estable sobre un activo del cual no devengan intereses.

Para mí los elementos fundamentales son tres:

1) El primero es el dato importantísimo de que los especuladores han acumulado sesenta millones de onzas en el período 1973-75. Al observar que el precio del oro no tiende ya a subir, pueden iniciar un

gradual o repentino movimiento de desprendimiento que el consumo industrial no podrá absorber sino a un precio más bajo.

2) El segundo aspecto clave es el grado de intervención oficial que los países directa o indirectamente pudieran efectuar en el futuro en apoyo del precio.

3) El tercero es el aumento del "coeficiente psicológico de incertidumbre" que pudiera producirse, redundando en un aumento de la demanda especulativa. Hemos visto recientemente movimientos erráticos en algunas monedas; existe el temor de cambios de gobierno en el sur de Europa; será necesario vigilar si habrá un recrudecimiento de tensiones inflacionarias.

Además, será conveniente examinar cuál va a ser el comportamiento de los bancos centrales. Aquí parecería que el futuro está más bien en operaciones de movilización temporal a través de préstamos con colateral, aunque algunos países en desarrollo recipientes del oro restituido podrían efectuar ventas directas.

Resulta interesante hacer un último comentario. El mercado del oro pudo, en el período 1972-74, absorber la oferta adicional proveniente de ventas de la URSS, en monto muy similar a lo que el FMI pretende efectuar, pero esto fue posible debido a una gran demanda especulativa. Ese "sobreatesoroamiento" que se produjo es ahora un factor que pesa adversamente sobre la balanza como una fuente potencial de oferta adicional que se movilizaría con mayor certeza a medida que se frene la tendencia alcista del precio durante un tiempo prolongado.

No hay duda que existe una gran expectativa sobre las primeras subastas de oro. El FMI y el precio mismo del oro se verán sometidos a una fuerte prueba por los especuladores y el mercado en general. ¿Se venderá todo el oro a cualquier precio? ¿Se dará algún indicio del sostenimiento de un cierto nivel de valor por las autoridades oficiales? ¿Habrá intervención del BIS? Los principales tenedores privados ¿actuarán para que no se afecte el valor de sus propias tenencias? Entre los países hay fuertes intereses que están representados en el Directorio y que seguramente se replantearán al momento de determinar el precio. ¿Quién tendrá mayoría? Algunos países querrán vender todo el oro a cualquier precio en cada subasta, otros querrán de alguna manera sostenerlo. Los países en desarrollo tienen intereses hasta cierto punto contradictorios, ya que desean eliminar el oro del centro del sistema, pero al mismo tiempo tienen interés de maximizar las utilidades de las ventas. El reciente bien avenido matrimonio de intereses entre los Estados Unidos y Francia parece conformarse más bien a la usanza de la realza europea que a la tradición puritana, ya que permite liberalidad para algunos devaneos ilícitos. ¡Todo apunta a que se está iniciando una nueva fase en la ya azarosa e interesante historia del metal áureo y también probablemente del FMI mismo!

Postdata: El FMI concluyó la primera subasta de oro el 2 de junio de 1976. La cantidad total ofrecida de 780.000 onzas se vendió íntegramente al precio común de US\$ 126,00 por onza. La cantidad total demandada fue de casi 2.400.000 onzas, excediendo ampliamente la cantidad ofrecida. Si bien los precios cubrieron una amplia gama, alcanzando desde niveles relativamente bajos hasta US\$ 134,00, el hecho de que el precio promedio de todas las ofertas presentadas fuese de US\$ 126,98 es indicativo de la fuerte concentración alrededor del precio de venta finalmente determinado. Hubo un total de veintiocho oferentes.

Según datos aparecidos en el Financial Times de fecha 3 de junio, se sabe que los principales compradores fueron la Sociedad de Bancos Suizos y el Banco de Pagos Internacionales, cada uno de los cuales adquirió aproximadamente 20% del total. En menor escala participaron otros bancos suizos, el Dredner Bank y algunas de las casas inglesas. Otro dato especialmente interesante es que, de hecho, el Banco de Pagos Internacionales al intervenir en la subasta de oro, en la práctica estaba efectuando una compra de la cual el Banco de Francia fue beneficiario de 33.000 onzas y un 4% del total.

En síntesis, la primera subasta puede considerarse como un primer asalto de esgrima entre los diferentes intereses conflictivos que ya mostraron su juego con cierta nitidez. Resulta curioso además que el primer resultado fue bastante favorable para todos ellos. Para el FMI en sí la operación fue exitosa, ya que se vendió la totalidad del oro a un precio muy similar al que había prevalecido en el período inmediato en el mercado. La decisión del Directorio Ejecutivo se tomó por unanimidad sin que hubiera disenso. Se obtuvieron utilidades de cerca de US\$ 70 millones para el Fondo Fiduciario. Para países como Estados Unidos se cumplió cabalmente con el cometido de vender la cantidad que el programa establece y se han seguido cabalmente todas las reglas establecidas dándole seguridad al mercado. Francia cumplió con el requisito formal de que un banco central no puede participar en las subastas pero, con la colaboración del Banco de Pagos Internacionales, pudo participar, en la práctica, en apoyo del precio, lo cual tuvo no solo un efecto real sobre la demanda sino una enorme importancia simbólica, ya que indica que los bancos centrales intervendrán cuando esto sea necesario para sostener el precio del mercado y darle estabilidad. Para los países en desarrollo se obtiene la primera plusvalía de alrededor de US\$ 70 millones para el Fondo Fiduciario. Se cumplió el vaticinio de que los principales bancos participantes en el mercado del oro, los bancos suizos, el Dredner Bank en menor escala y la URSS tienen en cierta medida los mismos intereses que los tenedores oficiales en mantener un buen mercado para el oro, aunque las casas inglesas fueron un poco menos entusiastas frente a este nuevo competidor comercial.

Todo esto fue solo un prelude; la historia de las subastas está todavía por escribirse. Como en toda competencia, serán los intereses más fuertes, los más hábiles y los más perseverantes los que prevalecerán.