

LOS EFECTOS DE LA CREACION DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO EN LA INFLACION MUNDIAL

Introducción

La decisión de crear el dinero internacional Derecho Especial de Giro **DEG** requiere comprender los principios sobre los cuales debe regularse la introducción de la nueva forma de dinero internacional. Por lo tanto, aquí surgen dos cuestiones: la primera cuestión es si el nuevo dinero internacional debe crearse durante un período en que escasea la liquidez y la segunda cuestión es qué criterio puede emplearse para determinar cuándo hay escasez de liquidez.

En la década de 1960 la mayoría de las autoridades monetarias habrían asegurado que el nuevo dinero internacional debía crearse durante un período en que escaseara la liquidez y que la inflación podía entenderse como un síntoma de exceso de liquidez. El razonamiento convencional sostendría que el exceso de liquidez permite a las autoridades monetarias tomar medidas más expansivas y tener déficit de la balanza de pagos más altos o tener superávit de la balanza de pagos más bajos, en tanto que la escasez de liquidez permite a las autoridades monetarias tomar medidas contrarias. En períodos de escasa liquidez los países se comportan como deficitarios y adoptan políticas monetarias restrictivas; en cambio, en períodos de excesiva liquidez los países se comportan como superavitarios y adoptan políticas monetarias expansivas¹. El objetivo de la política monetaria internacional es estabilizar los precios mundiales y el nivel de empleo; por lo tanto, la liquidez debería incrementarse cuando escasea para frenar las tendencias deflacionarias y la liquidez debería reducirse cuando abunda para frenar las tendencias inflacionarias de la economía mundial.

Ajuste y liquidez internacional

El problema se complica por la interrelación que existe entre los problemas de ajuste y los problemas de liquidez internacional, que están conectados mediante la ley de Cournot. Si las reservas monetarias internacionales son constantes, la suma de los superávit de las balanzas de pagos debe ser igual a la suma de los déficit de las balanzas de pagos. Si las reservas monetarias internacionales están creciendo hay más excedentes; si las reservas monetarias internacionales están decreciendo hay más déficit. Las medidas a tomar están dictadas por la relación entre los superávit deseados y los superávit actuales, que tienen que inferirse a partir de la observación de las políticas seguidas. Cuando los excedentes deseados son mayores que los excedentes actuales, los países tienden a la contracción; cuando los excedentes deseados son menores que los excedentes actuales los países tienden a la expansión. Por lo tanto, el problema de la adecuación de la liquidez internacional.

La expansión. Por lo tanto, el problema de la adecuación de la liquidez internacional depende de si la expansión o la contracción son deseables o no. Tomando como meta una tasa de inflación mundial igual a cero. Dividamos el mundo en dos bloques. Si ambos bloques tienen déficit mayores que los déficit deseados, ambos

¹ Los países pueden seguir también políticas comerciales más restrictivas, pero esa política económica entraría en conflicto con el objetivo de un nivel de comercio óptimo.

bloques tomarán una política económica de contracción; si, en cambio, ambos bloques tienen superávit mayores que los superávits deseados, ambos bloques tomarán una política económica de expansión. Dado el pleno empleo, el primer caso se denominará liquidez escasa, en el sentido de una medida imperativa que requiere más reservas; el segundo caso será denominado liquidez excedente, en el sentido de una medida imperativa que requiere menos reservas.

El problema no es tan claro cuando uno de los bloques tiene superávit mayores que los superávits deseados y el otro bloque tiene déficit mayores que los déficits deseados. En este caso, existe un problema de ajuste. Si el mecanismo de ajuste con tipos de cambio fijo funciona, uno de los bloques se estará expandiendo, y el otro bloque se estará contrayendo. Una situación así evidencia el funcionamiento del mecanismo de ajuste. Sin embargo, el problema será más complicado debido a que el déficit excesivo puede no ser igual al superávit excesivo, de modo que este hecho, combinado con las diferencias de tamaño de los dos bloques, puede conducir a presiones inflacionarias o deflacionarias que alcanzan a todo el mundo.

Para concretar en un diagrama la idea que hay detrás de estas generalizaciones dividamos el mundo en dos bloques **A** y **B** (América y el resto del mundo), y representemos en los ejes del gráfico (figura 1) los ingresos monetarios de los dos bloques del mundo, Y_A y Y_B . La teoría supone que existe una relación entre la liquidez requerida y los ingresos monetarios de los dos bloques, de modo que puede trazarse una línea de liquidez **LL** con pendiente negativa e indicarse las combinaciones de niveles de ingreso monetario para las cuales la liquidez deseada es igual a la liquidez actual. Para una determinada cantidad de liquidez global actual habrá un excedente de liquidez o una falta de liquidez, lo cual dependerá de que los ingresos monetarios reales estén por debajo y a la izquierda de **LL**, o por encima a la derecha de **LL**.

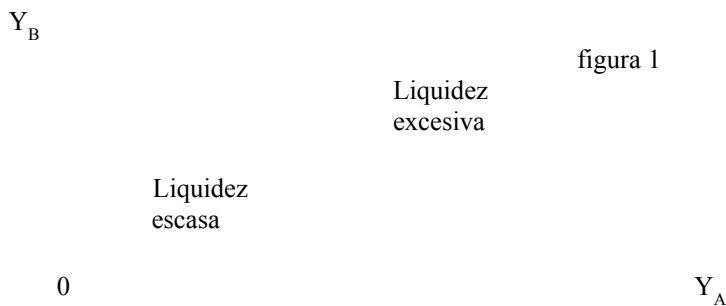


figura 1

Existe una segunda cuestión acerca de la distribución de la liquidez internacional. Generalmente hay una relación entre los ingresos monetarios en **A** y **B** para la cual la balanza de pagos ex-post de cada país es igual a cero. Esta relación se observa en la línea **BB**, ver figura 2. Por lo general, **BB** tendrá una pendiente positiva puesto que un mejoramiento simultáneo en los ingresos monetarios de los dos bloques preservará el equilibrio de la balanza de pagos. Por encima y a la izquierda de **BB**, la zona **A** tendrá un superávit y la zona **B** tendrá un déficit. Por debajo y a la derecha de **BB**, la zona **A** tendrá un déficit y la zona **B** tendrá un superávit.

Y_B

Superávit en A
Déficit en B

BB

Deficit en A
Superávit en B

0

Por lo tanto, existen dos tipos de problemas que deben resolverse.

1. Los problemas puros de ajuste predominan cuando la economía mundial está en una posición como la del punto **Z** sobre la línea **LL**, ver figura 3. En este punto **Z** la liquidez global es correcta, pero **A** presenta un excedente y **B** presenta un déficit. Si los tipos de cambio son fijos, **A** debe expandirse y **B** debe contraerse para alcanzar el equilibrio en el punto **Q**².

Y_B2. Los problemas puros de liquidez predominan cuando la economía mundial se halla en una posición del punto **W** sobre la línea **BB**, ver figura 4. En **W** hay una escasez de liquidez y, sino se crea liquidez adicional, los ingresos monetarios de los dos bloques deben disminuir. Este punto **W** representa el mejor argumento que podría hacerse en favor de un incremento de la liquidez, pues existe un aumento adecuado de la liquidez global, que desplazará a la línea **LL** hacia arriba y a la derecha, de manera que pasará por **W**, haciendo innecesarias las medidas deflacionarias requeridas para lograr el equilibrio con el punto **Q**.

Y_B

² ¹El grado relativo de ajuste entre las dos economías dependerá de su tamaño relativo.

Cuando la configuración de ingresos monetarios de los dos bloques no se encuentra sobre ninguna de las líneas **LL** y **BB** se presentan problemas conjuntos de ajuste y liquidez. Se pueden distinguir cuatro situaciones en el cuadro. Cuando el gasto no se halla sobre una de las líneas se requieren medidas de ajuste y medidas de liquidez global.

Problemas de liquidez y problemas de ajuste

Situación	Liquidez	Ajuste
I	excesiva	Déficit en A
II	escasa	Déficit en A
III	escasa	Déficit en B
IV	excesiva	Déficit en B

El acuerdo necesario de los 7 países más ricos para la preservación del precio del oro en dólares

El análisis anterior no reconoce suficientemente la sutileza de la interacción entre los ofertas monetarias, las tasas de interés, la inflación, la velocidad de circulación del dinero, los salarios y la balanza de pagos; el crecimiento no es sólo una cuestión de derivadas con respecto al tiempo. Además, la «economía mundial» del análisis anterior no tiene en cuenta el carácter especial de un sistema económico mundial que está dominado por Estados Unidos, y en el cual los sucesos monetarios de todo el mundo se encuentran conectados entre sí. Las políticas monetarias de cualesquiera de los principales centros financieros -Nueva York, Londres, Chicago, París, Montreal, Zurich, Milán, San Francisco, Tokio, Franckfurt- afectan a todo el sistema económico mundial. Una venta de mercado abierto de valores realizada en Londres por el Banco Central de Inglaterra produce escasez monetaria en todo el mundo. Lo mismo ocurre si la Reserva Federal de Estados Unidos efectúa nuevas ventas de valores. La complejidad de los eslabones de la cadena pueden oscurecer, pero no eliminar, la conexión. La escasez de liquidez iniciada en Europa eleva las tasas de interés del Eurodólar, al menor en un primer momento, extra fondos de Estados Unidos y Japón, y crea escasez de liquidez en los mercados de Nueva York y Tokio. La escasez de liquidez iniciada por la Reserva Federal de Estados Unidos hace subir las tasa de interés en Nueva York, extrae fondos del mercado del Jeurodólar y presiona sobre la tasa de interés de este mercado del Jeurodólar. Si las tasa de interés sobre los activos expresados se monedas nacionales son lentas en responder, emergen rápidamente premios o descuentos en las cotizaciones de los mercados de monedas a término.

La moneda de Estados Unidos ocupa una posición especial en el sistema económico mundial porque es la más importante y el punto de referencia de este sistema económico mundial. Formalmente, el oro tiene todavía una posición de vértice de la

pirámide del crédito, y cumple una función ceremonial al restringir la excesiva creación de dólares. La Reserva Federal de Estados Unidos, como sólo está sujeto por la débil restricción de la convertibilidad, establece el ritmo de la inflación mundial.

Algunas de estas características institucionales pueden explicitarse en el análisis económico. Un estudio más importante que tome en cuenta ciertos rasgos especiales del sistema económico mundial puede ayudar a unir las construcciones teóricas que guían nuestros pensamientos con la información sobre la que se basan las decisiones de política económica.

Esclareciendo algunas de las relaciones entre escasez monetaria, liquidez, inflación, crecimiento económico del producto y balanza de pagos en el contexto del nuevo sistema monetario internacional que se desarrolló en 1979. El elemento clave del sistema es el rol desempeñado por el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos como fuente de reservas para el resto del mundo. En este sistema la política monetaria estadounidense desempeña una función de control al influir sobre el nivel de precios mundial, sujeto a un acuerdo tácito con Europa, acerca de no crear la inconvertibilidad del dólar agotando las reservas de oro de Estados Unidos. Esto significa que los cambios en la política monetaria de Estados Unidos, concebidos como modificaciones en la tasa de expansión monetaria estadounidense, afectarán las tasas de interés, las demandas extranjeras de reservas en dólares y el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos. Así surge el problema de los efectos de la balanza de pagos, la tasa de interés y el nivel de precios en los mercados que observamos.

Veremos, después de una autorización para un ajuste inicial de las existencias de reservas, que una aceleración de la expansión monetaria de Estados Unidos produce los siguientes efectos:

1. Incrementar el valor en dólares de los superávits de las balanzas de pagos que los otros países desean generar.
2. Aumenta el ritmo de la inflación mundial y eleva las tasas de interés mundiales sobre los préstamos en dólares.
3. Puede conducir a una escasez de liquidez en el momento en que aparezca mayor el exceso de esta liquidez.

Las autoridades monetarias no siempre han captado estas conclusiones y, sin embargo, es necesario considerar estas conclusiones al decidir sobre la cantidad de DEG requeridos.

Equilibrio sin inflación mundial³

Supongamos que la economía mundial se divide en dos bloques: una economía con una moneda de reserva país **A**, que identificamos con Estados Unidos, y el resto del mundo **RDM**; y supongamos que se mantiene la confianza en los tipos de cambio fijos.

³ Para aislar lo más esencial del argumento sin caer en reiteración de proposiciones ya conocidas emplearemos un modelo simple de la economía mundial.

Las existencias de saldos reales de reserva internacional (dólares) que RDM está dispuesto a mantener se considera una función decreciente, designada como **ii** en la figura 5, de la tasa de interés de los títulos expresada en términos de dólares, teniendo en cuenta que esta tasa de interés representa el costo real de oportunidad de mantener dólares en forma líquida cuando no existe inflación. Ejemplo. Si la propia tasa de interés de los dólares fuese **RT**, la demanda de dólares reales (**M/P**) sería **OR** si no existiera inflación para esa tasa de interés.

$$i_{(M/P)}$$

$$i_1$$

Las reservas internacionales que ganan interés imponen al país un costo en la forma de ingreso por intereses perdidos.

Supongamos que RDM es un tomador de precios en los mercados mundiales de bienes y que, además, tiene la posibilidad de invertir los dólares en activos reales. Supongamos que la tasa de rendimiento de los activos reales es una función creciente de la cantidad de saldos reales en dólares que posee RDM⁴. Utilizaremos la curva **rr** para describir la función que relaciona la propia tasa de interés de los bienes reales en RDM con la cantidad de reservas en dólares reales mantenida, ver figura 6.

$$r_{(M/P)}$$

Las autoridades monetarias intentarán equilibrar, en el margen, la utilidad social de mantener dólares con la utilidad social de mantener bienes. Este proceso equilibrador igualará la tasa de interés de los títulos expresados en dólares y la tasa de rendimiento de los activos reales si no se prevé una inflación o si no se prevé modificaciones en los tipos de cambio.

⁴ Las reservas aumentan la productividad de los recursos complementarios porque capacitan al Banco Central para que permita que la comunidad ajuste sus existencias a una tasa más adecuada que la que sería posible de otra forma.

Ejemplo. Si la tasa de interés en dólares fuese **RT** y la tasa de interés real fuese **RS**; la cantidad de saldos reales **OR** solamente se hallará en su nivel de equilibrio si se previera una inflación con una tasa anual **ST**, ver figura 7. Si no se esperara una inflación; RDM cambiaría los activos reales por dólares hasta que el nivel de dólares reales mantenidos **ON** fuese tal que las tasas de interés de los títulos en dólares y la tasa de interés de los activos reales se igualaran en el nivel **NQ**.

$$i_{(M/P),r_{(M/P)}}$$

S

Expectativas inflacionarias

Examinando qué implicaciones tiene para «el deseo de mantener dólares» un incremento en la tasa de inflación prevista en el punto **A**; Ver figura 8. Supongamos que la posición inicial es de equilibrio en el punto **Q**, pero que se ve perturbado por expectativas de inflación a una tasa **ST**. ¿Cómo reaccionará RDM ante la inflación prevista? RDM deseará reducir sus reservas reales hasta **OR**, el cual se convierte en las existencias de saldos reales en dólares de equilibrio.

El deseo de mantener saldos reales en dólares se ve reducido por las expectativas de inflación, hecho que por sí mismo induce a RDM a cambiar los dólares por bienes. Este cambio es un ajuste definitivo de la «velocidad». Pero una vez logrado tal ajuste definitivo deberá tomarse en cuenta la demanda-flujo de dólares adicionales para reaprovisionarse por la depreciación continua de las reservas en dólares. Inicialmente, mientras que RDM deseaba mantener una balanza de pagos nula dado el equilibrio no inflacionario del punto **Q**, al nuevo equilibrio inflacionario las autoridades monetarias desearán obtener un superávit de la balanza de pagos. La magnitud de este superávit será igual a la cantidad adicional de dólares necesaria para compensar la depreciación de los saldos de reserva existentes. A fin de mantener el nivel de saldos monetarios reales **OR** en el momento en que se elevan los precios a la tasa **ST**, RDM debe lograr un excedente de la balanza de pagos, expresado en dólares corrientes, igual al área ABTS.

Es evidente la analogía que existe con el argumento de la inflación considerada como impuesto. Si derivamos $M_{(t)}/P_{(t)}$ con respecto al tiempo e igualamos el resultado a cero, vemos que $(M_{(t)}/P_{(t)})' = 0$, de donde $(1/P)M = (M/P)(1/P)P$(1)

El valor en dólares del superávit de la balanza de pagos de RDM es **M**, y su valor real es $(1/P)B = (1/P)M$, el primer miembro de la ecuación (1). El segundo miembro de la ecuación (1) es el producto de dos factores: **M/P**, el valor de los saldos reales en dólares -que en caso de la inflación considerada como impuesto representa la base del impuesto-, y **P/P**, la tasa de depreciación de los saldos en dólares -que en el caso que consideramos análogo representa la tasa del impuesto-

La inflación en el país que posee la moneda de reserva impone así un impuesto sobre el resto del mundo, que se paga en la forma de transferencia de recursos reales. Con el fin de conservar el poder adquisitivo de sus reservas, RDM debe tener un excedente permanente en su balanza de pagos con respecto al país que posee la moneda de reserva, intercambiando bienes o títulos por dólares que ofrecen una tasa nominal de rendimiento negativa.

Así vemos que mientras la inflación en el país con monedas de reserva provoca un rápido desprendimiento de dólares a cambio de bienes, a fin de protegerlo de las pérdidas originadas por elevación de los precios, al mismo tiempo crea un deseo de superávit en las balanzas de pagos para preservar el valor real de las reservas en dólares, necesarias para compensar el deterioro del valor real ocasionado por la inflación secular. Así, encontramos todos los síntomas de escasez de liquidez indicados por los intentos de lograr mayores superávits de la balanza de pagos mediante las restricciones al comercio, ajustando las condiciones del mercado monetario, en un marco de inflación. Por lo tanto, no es posible considerar la inflación como un síntoma inequívoco de exceso de liquidez. En un contexto inflacionario el dinero puede escasear.

Digresión sobre el crecimiento económico del producto⁵

Una consideración sobre el crecimiento nos aparta del tema central; sin embargo, ignorar el crecimiento resultaría quizá más confuso que hacer un rápido examen de su lugar en el análisis. Por lo general, cuando una economía se halla en expansión las autoridades monetarias desean incrementar en cierto grado las reservas reales. La medida de este incremento estará relacionada con la tasa de crecimiento económico del producto. La elasticidad-crecimiento de la demanda de reservas será diferente según que el crecimiento se origine por un cambio tecnológico, por un aumento de la población, por una ampliación o profundización del capital, por un mejoramiento de la asignación de recursos o por cambios seculares en los términos de intercambio. Dado que nuestro interés se dirige a la existencia de una elasticidad-crecimiento positiva y no a su tamaño, postularemos con este fin una tasa dada se incrementa en la demanda de reservas mundiales.

Hagamos que la distancia vertical **QV** sea la tasa de crecimiento de las nuevas reservas deseadas, de modo que en ausencia de expectativas inflacionarias RDM querrá tener un superávit en la balanza de pagos igual al producto entre **QV** y **ON**, ver figura 8. Pero continuemos con nuestro caso de expectativas inflacionarias. Ahora permitamos un crecimiento secular de las reservas reales. Este será posiblemente, en sí mismo, una función decreciente de la tasa de inflación. Si empleamos λ para la tasa real de incremento de las reservas tenemos $\lambda = 1/(M/P)(M_{(t)}/P_{(t)}) = M/M - P/P$, y la tasa nominal de incremento de las reservas es $M/M = \lambda + P/P$.

Por lo tanto, si se prevé una tasa de inflación **ST**, la tasa de crecimiento de las reservas nominales requeridas será **TW** donde **SW** es el valor de ? que corresponde a la tasa de inflación **ST**. El superávit real de la balanza de pagos de equilibrio es para RDM el área **CBTW**, compuesta por dos áreas: **CASW**, que representa el valor real de las

⁵ Tomando en cuenta el crecimiento económico del producto

reservas adicionales necesarias para el crecimiento y ABTS, que representa el valor real de la «provisión para depreciación» requerida para mantener constantes las reservas reales.

i, r, λ

Figura

8

Ejemplo. Supongamos que los países del RDM desean incrementar las reservas reales a una tasa del 3% anual. Si la inflación tiene una tasa del 5% anual y las reservas totales en dólares y oro son inicialmente de 60,000 millones de dólares, entonces RDM querrá un superávit de la balanza de pagos colectivo de 4,800 millones de dólares, de los cuales se necesitarán 1,800 millones de dólares para satisfacer el aumento real, y los otros 3000 millones se requerirán para compensar la depreciación de los saldos existentes. Estos 3,000 millones de dólares serán el «impuesto» anual que se paga sobre las reservas en dólares, las transferencias que los residentes de RDM hacen a los residentes de Estados Unidos⁶.

Conclusiones

Hemos visto que pueden existir todos los signos de una aguda escasez de liquidez aún cuando el nivel de precios mundial esté aumentando. Esto significa que la necesidad de liquidez no puede evaluarse solamente sobre la base de las modificaciones en el nivel de precios, pues la aparición de una falta de liquidez puede traer como secuela prácticas comerciales restrictivas y medidas monetarias que generalmente se asocian con las grandes crisis monetarias. Por ende, considerar la inflación como un indicador de exceso de liquidez puede provocar confusiones, ya que es claramente compatible con la situación inversa.

Sin embargo, una vez dicho esto es esencial no crear la impresión de que la inflación no nos proporciona un valioso panorama acerca de la necesidad de liquidez. Existe aún un sentido en el cual la inflación secular se debe a una excesiva liquidez. Si no se produce un continuo crecimiento de las reservas, la inflación no es capaz de sostenerse en el contexto de un sistema internacional. Cuando la inflación finaliza, las expectativas inflacionarias no son viables en el largo plazo. Si el crecimiento de las reservas se cortara repentinamente, habría escasez monetaria y las expectativas se verían revertidas. Tanto los residentes de A como los residentes de RDM adoptarían

⁶ No se hace distinción entre ciudadanos y residentes. Los 60,000 millones de dólares incluyen los atesoramientos de oro, a los que se considera con precio relativo en términos de dólares fijos. El análisis exagera ampliamente el «impuesto» porque no considera los pagos de intereses sobre saldos en dólares. La importancia del derecho de acuñación puede basarse no tanto en las pérdidas pecuniarias cuanto en los efectos no pecuniarios asociados con el poder y el conocimiento.

sus tenencias de reservas al nivel adecuado para un sendero no inflacionario. La conclusión convencional es correcta sólo en el sentido de que un crecimiento excesivo de las reservas es la causa de la inflación.

Suponiendo que se ha decidido detener una inflación, surge el problema de encontrar los medios más apropiados para lograr tal fin. La escasez monetaria provocará una escasez de liquidez. Dentro de la esfera monetaria internacional, la falta de liquidez es una técnica para detener la inflación mediante la política monetaria. Aquello que se proponía evitar la reforma monetaria internacional surge como el primer instrumento de política monetaria. Una escasez de liquidez caracterizada por dinero internacional escaso se convierte en principal objeto de política económica.

Si el sistema está yendo a la inflación muy rápidamente y el sistema de la Reserva Federal (o Japón) introduce escasez monetaria, en un primer momento las tasas de interés se elevarán hasta que se restrinja el gasto real y se reviertan las expectativas inflacionarias. Posteriormente, las tasas de interés nominales caerán después que la prima de la inflación se haya quitado de las tasas de interés en dólares. El proceso de revertir las expectativas requiere una falta de liquidez, por ejemplo, dinero internacional escaso; por lo tanto, sería erróneo considerar las existencias de falta de liquidez como indicio de necesidad de reservas adicionales.

¿Cuál es el propósito de una liquidez internacional adicional? Las reservas nuevas reasignan la distribución internacional y la regulación en el tiempo de una restricción monetaria mundial. Para lograr el mismo grado de escasez internacional la Reserva Federal, o los otros iniciadores de la restricción, tendrían que tomar medidas más restrictivas que las necesarias en el otro caso. El momento correcto para introducir la nueva liquidez es después que se ha sentido la restricción y se han revertido las expectativas, es decir, cuando la expansión se realiza para evitar que la restricción tengan efectos recesivos residuales. En un sistema monetario internacional integrado, la introducción de una nueva forma de dinero internacional tiene, en un inicio, una mayor influencia sobre la distribución internacional de una falta de liquidez que sobre su magnitud. En la medida en que el dólar continúe siendo la moneda dominante, la función de la nueva liquidez no es controlar la inflación mundial, sino redistribuir la carga de la inflación mundial.

LA SITUACION DE LAS BALANZAS DE PAGOS Y LA DISTRIBUCION INTERNACIONAL DEL DINERO EN UNA ECONOMIA MUNDIAL CON EXPANSION MONETARIA Y CRECIMIENTO ECONOMICO DEL PRODUCTO

Analizaremos las condiciones del equilibrio monetario mundial en un marco de dos bloques, que relaciona la inflación, las tasas de interés, las existencias de dinero, las tasas de expansión crediticia y las balanzas de pagos en un mundo de crecimiento.

Las condiciones del equilibrio monetario mundial

El modelo que utilizaremos para este análisis requiere el equilibrio de dos mercados: un mercado de títulos versus el mercado de dinero y un mercado de bienes de capital versus el mercado de dinero. Supongamos que el inversionista al hacer su elección entre poseer dinero, títulos y bienes de capital, sopesa los rendimientos previstos de cada activo, basando sus expectativas en una extrapolación de las tasas de variación corrientes⁷. Así, si los precios de los bienes de capital están subiendo a la tasa π se supone que continuarán subiendo a dicha tasa π , de un modo similar se actúa con respecto a la subida en el precio de los títulos.

La línea **ii** de la figura 1 se refiere al mercado de títulos versus el mercado de dinero; en el cual la tasa de interés nominal se considera una función decreciente de los saldos monetarios reales medidos sobre la abscisa.

Cuando las tasas de interés nominales son bajas la comunidad desea mantener las existencias de títulos en circulación solamente si la cantidad de saldos monetarios reales es alta.

Cuando la tasa de interés nominal sube las personas cambian su dinero por títulos; el nivel de precios de los títulos se incrementa y el valor real por títulos; el nivel de precios de los títulos se incrementa y el valor real de los saldos monetarios se reduce.

Escribiremos esta función como $i = i_{(M/P)}$ donde M/P es el valor real de las tenencias de dinero, i es la tasa de interés pagada sobre los títulos

$i_{(M/P)}$

La línea **rr** de las figuras 2 se refiere al mercado de bienes de capital versus el mercado del dinero, describe la relación entre la tasa de interés real y la existencia de saldos monetarios reales para la cual el mercado de bienes de capital versus el mercado de dinero está en equilibrio.

⁷ Este supuesto, que sólo puede justificarse completamente al considerar una economía en equilibrio de crecimiento con inflación, nos permite aislar algunas importantes propiedades de dinámica comparativa de un sistema económico internacional y también nos permite desarrollar una representación gráfica adecuada de dicho sistema económico internacional.

La línea **rr** puede derivarse empleando la extensión del diagrama en el cuadrante izquierdo. En este cuadrante izquierdo la abscisa mide el volumen de bienes de capital, y la recta vertical **KK** indica las existencias de este volumen de bienes de capital, una magnitud que va hacia la izquierda en el tiempo en condiciones de crecimiento, pero que en un momento dado debe considerarse como fija. La línea **m₀** corresponde al producto marginal de los bienes de capital para el volumen de saldos monetarios reales **M₀/P₀**. Esta línea **m₀** corta a la recta de las existencias de bienes de capital **KK** en el punto **H** y dicha línea **m₀** establece la tasa de interés real que corresponde al nivel de saldos monetarios **M₀/P₀**. Así, **Q** es un punto sobre la línea **rr**.

Consideremos un incremento en la cantidad de saldos monetarios reales de **M₀/P₀** hasta **M₁/P₁**. Esto eleva el producto marginal de los bienes de capital y desplaza hacia arriba la línea **m₀** hasta **m₁**, determinando un nuevo punto de equilibrio sobre la línea **rr** en el punto **T**.

De modo similar, pueden determinarse todos los puntos sobre la línea **rr**, y se ve de inmediato que la pendiente de esta línea **rr** debe ser positiva.

Escribiremos esta función en la forma $r = r_{(M/P)}$ donde **r** es la tasa de interés real.



Figura 2

La tasa de interés de equilibrio y el nivel de saldos monetarios reales de equilibrio quedan determinados, siempre que no exista crecimiento de bienes de capital o crecimiento del dinero, por la intersección de las líneas **ii** y **rr** en el punto **Q**, ver figura 3. La condición de equilibrio es que la tasa de interés nominal sea igual a la tasa

de interés real, de manera que $i_{(M/P)} = r_{(M/P)}$, determina el nivel de equilibrio de los saldos monetarios reales M_0/P_0 .

i, r

$i_0 = r_0$

Q

Para niveles de saldos monetarios reales menores que M_0/P_0 , el producto marginal de los bienes de capital es menor que el producto marginal del dinero, y los poseedores de activos cambiarán sus bienes de capital por dinero, reduciendo el nivel de precios de los bienes de capital y elevando la cantidad de saldos monetarios reales, ver figura 4.

i, r

Figura 4

i_1

$i_0 = r_0$

r_1

Para describir el proceso de ajuste de un modo diferente, la elevación de la tasa de interés por encima de $i_0 = r_0$ origina una oferta excedente de dinero y de bienes de capital y una demanda excedente de títulos, induciendo una caída en la tasa de interés y un retorno al punto de equilibrio Q. Por lo tanto, Q es un punto de equilibrio estable, ver figura 5.

i, r

i_1, r_1

Análisis de los efectos de tomar explícitamente el crecimiento de bienes de capital y dinero

1. El crecimiento de bienes de capital provoca un mayor deseo de liquidez (atesoramiento) y, así, un incremento menor en el gasto que el incremento en el producto real. Si definimos la tasa de crecimiento de la demanda de saldos monetarios reales como una proporción de las existencias de bienes de capital, podemos restar dicha tasa de la línea rr para obtener la línea $\lambda\lambda$, ver figura 6. Identificaremos esta línea $\lambda\lambda$ con la tasa de crecimiento económico del producto, una identificación que es una aproximación válida para algunas formas de crecimiento económico del producto, pero que sólo es necesaria si se establecen supuestos específicos acerca de la elasticidad-ingreso de la demanda de saldos monetarios reales⁸. Cuando la economía está en crecimiento, pero las existencias de dinero son constantes, el equilibrio se encontrará en el punto R . El nivel de precios cae a una tasa igual a la tasa de crecimiento económico del producto, y la tasa de interés real es mayor que la tasa de interés nominal en un monto igual a la tasa de deflación RT . La condición de equilibrio monetario es que $i_{(M/P)} - r_{(M/P)} = -\pi = \lambda$, donde $-\pi$ es la tasa de deflación y λ es la tasa de crecimiento económico del producto dada. Los poseedores de dinero y los poseedores de derechos a percibir corrientes de ingreso nominal obtendrán ganancias de capital a una tasa igual a la tasa de deflación.

2. Analizando los efectos de una tasa de expansión positiva. En la figura 7, la tasa de expansión monetaria positiva puede representarse trazando la línea ee por debajo de la línea ii de modo que la distancia vertical entre las dos líneas indique la tasa de expansión monetaria.

⁸ Los saldos monetarios reales son un componente de la riqueza y afectan por lo tanto el ahorro y la tasa de interés, mientras que la tasa de crecimiento económico del producto será en sí misma afectada por la productividad marginal de los bienes de capital; sobre la base de éstas consideraciones el atesoramiento podría hacerse endógeno al sistema. Sin embargo, nos preocuparemos sobre los aspectos internacionales de un modelo de largo plazo, y consideraremos el crecimiento económico del producto como exógeno.

Entonces el equilibrio monetario quedará determinado en el punto donde se cortan ee y $\lambda\lambda$. Así dada la línea ee de la figura 7, el nuevo equilibrio se alcanza en V , ver figura 8. El equilibrio se caracteriza por los siguientes fenómenos $r_1 = OE$ = tasa de interés real, $i_1 = OD$ = tasa de interés nominal, $e = FD$ = tasa de expansión monetaria, $\lambda = FE$ = tasa de crecimiento económico del producto, $\pi = BC$ = tasa de inflación.

Las condiciones de equilibrio monetario son las siguientes $i_{(M/P)} - r_{(M/P)} = \pi$; $e = \pi + \lambda$; donde $\lambda = \lambda_0$ y $e = e_0$. Estableciendo la «estática» comparativa del sistema económico.

Un incremento en la tasa de expansión monetaria reduce la tasa de interés real, eleva la tasa de interés nominal y disminuye el nivel de saldos monetarios reales. Esto se observa inmediatamente al diferenciar el sistema de ecuaciones respecto a e_0 si se tiene presente $\partial i/\partial(M/P) < 0$ $\partial r/\partial(M/P) > 0$.

Interacción monetaria entre dos bloques

Consideremos la situación que se presenta cuando es necesario dividir la economía mundial en dos bloques.

Supongamos que los dos bloques utilizan el mismo dinero y comercian libremente bienes de capital, pero no existen préstamos entre los dos bloques.

Las relaciones monetarias que surgirán son:

1. Suponiendo que la oferta monetaria en todo el mundo es fija; la primera relación monetaria es que el dinero fluirá del bloque con crecimiento económico del producto lento al bloque con crecimiento económico del producto rápido. Los habitantes del bloque con crecimiento económico rápido mantendrán el gasto por debajo del producto para generar un superávit en la balanza de pagos a fin de financiar la acumulación de dinero. Esto ejercerá una presión deflacionaria en todo el mundo. Como consecuencia de ello, el bloque que no crece tendrá ganancias de capital a medida que el valor real de sus saldos monetarios aumente, permitiéndole exportar, en el transcurso del tiempo, parte de sus existencias monetarias al otro bloque. El equilibrio monetario se alcanzará cuando el nivel de precios mundial disminuya a una tasa suficiente como para satisfacer el incremento deseado en la existencia monetarias reales en el bloque que crece. Este bloque que crece financia su acumulación de saldos monetarios reales por medio de: (a) Importaciones de dinero del otro bloque y (b) Aumento en el valor real del dinero atesorado. El superávit en la balanza de pagos del bloque que crece representa una transferencia de recursos al bloque que no crece, análogo a la ganancia de acuñación o a

la ganancia de señoreaje cuando una región solamente es el emisor de dinero. El equilibrio está representado en la figura 9. Designemos a los dos bloques **A** y **B**, siendo **B** el bloque que crece. En ausencia de crecimiento del dinero, el equilibrio monetario se establecería por la intersección de las curvas **rr** e **ii** en los dos bloques.

El crecimiento económico del producto en el bloque **B** implica una reducción en el gasto y una liberación de bienes de capital para exportación (o implica una reducción de las importaciones) para financiar la acumulación de dinero. Entonces, de la presión deflacionaria en la región **B** resulta un flujo de bienes de capital hacia el bloque **A** en compensación por mayores importaciones de dinero, mientras que la pérdida de dinero de la región **A** y el atesoramiento de dinero en el bloque **B** se combinan para producir una presión deflacionaria en todo el mundo.

La primera condición de equilibrio requiere que la deflación en ambos bloques marche a la misma tasa porque los mercados están conectados; esto significa que la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés real debe ser la misma en ambos bloques.

Una segunda condición de equilibrio es que el incremento deseado en los saldos monetarios reales en el bloque que crece **B** sea igual al incremento efectivo generado por la suma de las ganancias de capital sobre las existencias de saldos monetarios reales y el superávit en la balanza comercial de **B**. Este superávit en la balanza comercial debe ser igual al déficit de la balanza comercial del país **A**, que a su vez tiene que igualar el aumento en el valor real de los saldos monetarios existentes en **A**.

En conjunto, éstas dos condiciones implican que $(\lambda_b + \pi)/\pi = -m_a/m_b$ donde los subíndices identifican a los dos bloques **A** y **B**. Esto significa que la tasa mundial de deflación ocasionada por el crecimiento económico del bloque **B** es $\pi = -\lambda_b m_b/(m_a+m_b)$ o sea la tasa de crecimiento económico del producto de **B** ponderada por el tamaño de **B** en relación con el mundo total, siendo las ponderaciones las existencias de dinero.

Este resultado puede derivarse de la figura 9, ya que implica que las dos áreas rayadas son iguales en superficie: representan el valor real del superávit comercial de **B** y el déficit comercial de **A**.

Tomando en consideración el crecimiento económico del producto en la región **A**. El crecimiento económico del producto en el bloque **A** crea más deflación en todo el mundo y disminuye el déficit de **A** y el superávit de **B**. Cuando **A** y **B** crecen a la misma tasa, el déficit se hace nulo, y el deseo de saldos monetarios reales en ambos bloques es satisfecho por la deflación en todo el mundo. Esto se observa en la generalización de la fórmula anterior $\pi = -(\lambda_a m_a + \lambda_b m_b) / (m_a + m_b)$

2. Aumento en la oferta monetaria en el bloque **B**⁹

Si, en la figura 9, el bloque **B** tuviera el derecho de emitir dinero, las autoridades monetarias podrían crearlo comprando activos nacionales; las autoridades monetarias podrían satisfacer completamente la demanda de atesorar provocada por el crecimiento económico del producto y eliminar el superávit de la balanza de pagos. En la medida en que el superávit de la balanza de pagos puede considerarse un impuesto, la independencia monetaria implicada por el derecho de emitir dinero permitiría a los residentes de **B** evitar el pago de impuesto.

Analizando primero el equilibrio monetario que se produce cuando sólo el bloque **A** tiene derecho de emitir dinero. Considérese en la figura 10 una determinada de expansión monetaria en **A** igual a la distancia vertical entre $e_a e_a$ e $i_a i_a$.

Si **A** estuviera aislado, esto daría por resultado una inflación en **A** igual a la tasa de expansión monetaria y una transferencia de recursos de los residentes privados de **A** al estado de **A**.

Pero cuando se toma en consideración la región **B**, la tasa de inflación en **A** se atenúa; el impuesto que el estado de la región **A** carga a sus residentes privados mediante la emisión de dinero será pagado, en parte, por la región **B**.

La posición exacta de equilibrio dependerá nuevamente de las dimensiones relativas de las dos regiones.

Las condiciones de equilibrio requieren que las tasas de inflación en los dos países sean iguales y que el déficit de **A** iguale al superávit de **B**.

Entonces las dos áreas rayadas deben ser iguales y $e m_a = \pi(m_a + m_b)$ o bien $\pi/e = m_a / (m_a + m_b)$. Esta razón mide el porcentaje del impuesto sobrellevado por los residentes de **A** mientras que $m_b \pi = m_a (e_a - \pi)$ mide el superávit comercial de **B** y el déficit

⁹ Elaborando el modelo introduciendo la expansión monetaria.

comercial de **A** menos el impuesto de acuñación cobrado por **A** debido a su derecho para emitir dinero «mundial».

Analizando la distribución del dinero nuevo entre las dos regiones y configuración de la balanza de pagos si la región **A** es el emisor y ambas regiones crecen.

Distinguiendo los cinco tipos de ganancia de acuñación resultantes de la expansión monetaria en **A**.

La ganancia de acuñación total es $e_a m_a$, que representa el poder de compra obtenido por el estado de **A** cuando emite dinero a la tasa e_o , expresado como fracción del dinero mantenido en **A**.

La ganancia de acuñación interna es el impuesto cobrado a los residentes de **A**.

I. La ganancia de acuñación interna por inflación πm_a , es ocasionada por la necesidad de los residentes de **A** de reconstituir los saldos monetarios erosionados por la inflación.

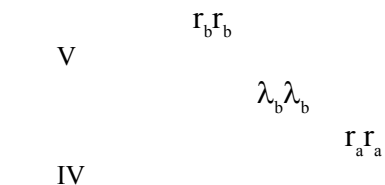
II. La ganancia de acuñación interna por crecimiento $\lambda_a m_a$, es ocasionada por la necesidad de los residentes en **A** de aumentar sus saldos monetarios reales debido al crecimiento económico del producto. La ganancia de acuñación externa es el impuesto cobrado a los residentes en **B** y es igual al déficit en la balanza de pagos en **A**.

III. La ganancia de acuñación externa $(e_a - \pi - \lambda_a) m_a$ es el exceso de oferta-flujo de dinero en **A**, su «déficit» en la balanza de pagos.

IV. La Ganancia de acuñación por crecimiento $\lambda_b m_b$, es ocasionada por el deseo de los residentes en **B** de adquirir dinero para financiar el crecimiento económico del producto.

V. La ganancia de acuñación externa por inflación πm_b , es el valor real de los incrementos deseados en los saldos monetarios nominales requeridos para compensar la pérdida de capital sufrida sobre los saldos monetarios existentes, ver figura 11.

$i, r \quad i_b i_b$ Figura 11



Cuando el déficit ex-ante de **A** es igual al superávit ex-ante de **B**, tenemos $III = IV + V$ y el sistema en está en equilibrio.

Caracterizando simbólicamente algunos de estos resultados.

Primero, a partir del hecho de que la ganancia de acuñación total es $e_a m_a = I + II + III$, tenemos $e_a m_a = \pi m_a + \lambda_a m_a + (\pi + \lambda_b) m_b$ de modo que $m_a/m_b = (\pi + \lambda_b)/(e_a - \pi - \lambda_a)$.

Segundo, el «superávit deseado» de **B** es $(\pi + \lambda_b)m_b$, y el «déficit deseado» de **A** es $(e_a - \pi - \lambda_a)m_a$ de modo que cuando ambos están en equilibrio la tasa de inflación es $\pi = [(e_a - \lambda_a)m_a - \lambda_b m_b] / [m_a + m_b] = [(e_a - \lambda_a)(m_a/m_b) - \lambda_b] / [(m_a/m_b) + 1] = [(e - \lambda_a)\sigma - \lambda_b] / (\sigma + 1)$, donde e es la razón entre el dinero mantenido en **A** y e dinero mantenido en **B**. Entonces, la tasa de expansión monetaria no inflacionaria es **A** es $e = \lambda_b / \sigma + \lambda_a$.

De esta forma, cuando $\lambda_b = 0$ la oferta monetaria de **A** debe crecer a una tasa igual a la tasa de crecimiento de su economía si se quiere preservar la estabilidad de precios.

3. Aumento «defensivo» de la oferta monetaria en el bloque A

El derecho monopolizado de emitir dinero otorga al bloque **A**, el derecho y la posibilidad de determinar la tasa de expansión de los medios de cambio y, por consiguiente, indirectamente, determinar la tasa de variación del nivel de precios mundial; y también determinar los medios para imponer contribuciones de recursos reales al bloque **B** además de a sus propios ciudadanos. Este derecho se designa como privilegio de emisión. Para compensar éste derecho monopolizado o para atenuar sus efectos más ultrajantes, el bloque **B** creará su propia moneda y limitará sus pérdidas al componente de moneda extranjera en los activos bancarios que son la contraparte de los pasivos monetarios.

Representación geométrica de los efectos de la expansión del crédito en el bloque **B**¹⁰

Sea una situación donde la tasa de expansión del crédito en **B** es cero y la tasa de expansión monetaria en **A** es la necesaria para asegurar la estabilidad de precios en todo el mundo, ver figura 12. La tasa de expansión monetaria en **A** es **AC**, que excede la tasa de crecimiento económico **BC** de **A** en una cantidad suficiente **AB** para financiar la tasa de crecimiento económico **DE** de **B** sin cambio alguno en el nivel de precios.

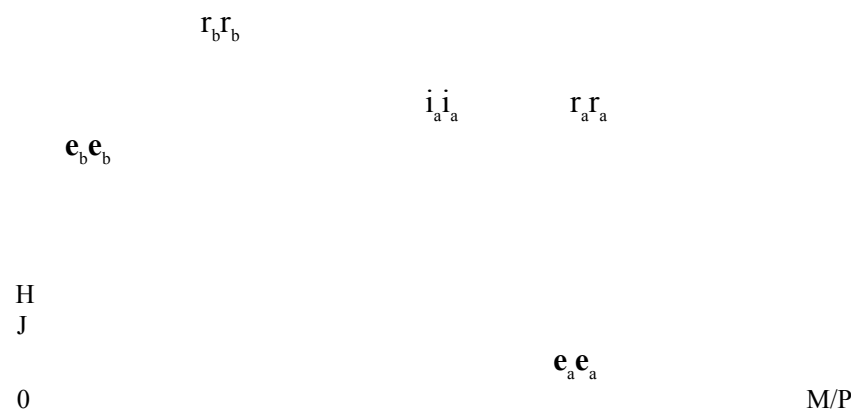
Supongamos que a partir de esta posición, donde **B** tiene un superávit para acumular los saldos monetarios reales deseados, el banco central de **B** expande el crédito por el monto total del superávit, es decir, a la tasa **ED**. Si **A** redujera su tasa de expansión monetaria a **BC**, el déficit de **A** y el superávit de **B** serían corregidos, ver figura 12.

¹⁰ Para formular proposiciones más exactas.

Pero supongamos que **A** mantiene su tasa de expansión monetaria a la tasa **AC**. Entonces su déficit es «indeseado» en **B** y existe un exceso de oferta de dinero igual al área $FGDE = ABHJ$ y un correspondiente exceso de demanda por bienes de capital. Entonces, el nivel de precios debe subir para absorber el dinero excedente.

i, r

Figura 12



Medida defensiva en la región **B**

Ubicación del nuevo equilibrio

Estableciendo el nivel de saldos reales en **A** en el cual se cumplen dos condiciones:

1. El exceso de la tasa de interés nominal respecto de la tasa de interés real en
2. El exceso de la tasa de expansión monetaria de **A** sobre la suma de su tasa de crecimiento económico y la tasa de inflación multiplicada por sus existencias de saldos monetarios reales (déficit ex-ante de **A**), debe ser igual al exceso de la suma de la tasa de inflación y la tasa de crecimiento económico de la región **B**, sobre la tasa de expansión del crédito en **B**, multiplicado por las existencias de saldos monetarios reales en **B** (superávit ex-ante de **B**). Esta segunda condición significa que las dos áreas rayadas son iguales.

Por lo tanto, el intento de **B** de eliminar su superávit no tiene éxito completo. La tasa de creación de crédito **DE** produce una inflación que aumenta la demanda de dinero adicional para compensar la depreciación de los saldos monetarios existentes.

Para formular exactamente los resultados escribamos las condiciones de equilibrio $i_a(m_a) - r_a(m_a) = \pi = i_b(m_b) - r_b(m_b)$; $(e_a - \lambda_a - \pi)m_a = B = (\pi + \lambda_b - \delta_b)m_b$, donde **B** es el déficit en la balanza de pagos de la región **A** (superávit en la región **B**) y δ_b es la tasa de expansión de crédito de la región **B**¹¹.

¹¹ 1D Derivando la ecuación con respecto a e_b : $dm_a/de_b = m_b(i'_b - r'_b)/\Delta < 0$,
 $dm_b/de_b = m_b(i'_a - r'_a)/\Delta < 0$, $d\pi/de_b = (i'_a - r'_a)(i'_b - r'_b)/\Delta > 0$,
 $dB/de_b = [(e_a - \lambda_a - \pi)m_b - (i'_a - r'_a)m_a][i'_b - r'_b]/\Delta$ donde

Cuando, inicialmente, $\delta_b = 0$ y $\pi = 0$ el déficit en la balanza de pagos de la región **A** es $(e_a - \lambda_a)m_a = B = \lambda_b m_b$. Cuando la región **B** expande el crédito a la tasa determinada por la tasa de crecimiento económico del producto, el déficit de la región **A** se convierte en $(e_a - \lambda_a - \pi)m_a = B = \pi m_b$, lo cual es aún positivo si la expansión del crédito en la región **B** produce inflación, como en realidad tiene que producirla ya que reduce el exceso de demanda-flujo por dinero en la región **A**.

Para corregir su superávit mediante sus propias iniciativas solamente, **B** debe expandir el crédito a la tasa $\delta_b = \lambda_b + \pi$. Ahora $\pi = [(e_a - \lambda_a)m_a / (m_a + m_b)] + [(\delta_b - \lambda_b)m_b / (m_a + m_b)]$; o $\pi = e_a - \tau_a$ entonces $d_b = \tau_b + e_a - \tau_a$

La tasa de expansión de la región **B** debe superar su tasa de crecimiento económico en un monto igual al exceso de la tasa de expansión monetaria de la región **A** respecto a su tasa de crecimiento económico porque la inflación en sí misma inducida por la expansión del crédito de la región **B** aumenta la demanda de dinero para atesorar.

Conclusiones

Hemos presentado una imagen de la situación de las balanzas de pagos mundiales que puede ser usado para interpretar las estadísticas de las balanzas de pagos. Para una tasa de creación de crédito en cada una de los dos bloques, la balanza de pagos se determina mediante la tasa de crecimiento de las transacciones y la tasa de crecimiento económico del producto.

En el mundo real las tasas de expansión del crédito son variables de la política económica, y en la mayoría de los casos las tasas de expansión del crédito serán funciones positivas de las tasas de crecimiento económico del producto interno. El crecimiento económico del producto interno crea en primera instancia un deseo de incrementar el dinero que reduce el gasto por debajo del ingreso, presiona los mercados de crédito y genera un superávit en la balanza de pagos. El dinero adicional se creará automáticamente a medida que el Banco Central intervenga en el mercado cambiario para impedir una revaluación de la moneda, creando así dinero nacional al mismo tiempo que aumenta sus tenencias de reservas de divisas extranjeras.

Para evitar una acumulación innecesaria de reservas de divisas extranjeras el Banco Central comprará activos nacionales (por ejemplo, bonos del estado) y satisficará mediante la monetización interna los aumentos en el dinero deseado inducidos por el crecimiento económico del producto interno. Los diferentes Bancos Centrales seguirán políticas monetarias diferentes. Ejemplo. Algunos Bancos Centrales tratarán de mantener una misma razón entre reservas de divisas extranjeras y pasivos del Banco Central. Otros Bancos Centrales quizá varíen la tasa de reserva, con el fin de mantener las reservas nacionales iguales a cierta fracción de las importaciones. Pero en cada caso la variable autónoma en la política monetaria es la tasa de creación de crédito interno (la compra de activos nacionales), mientras que el elemento pasivo es la tasa de incremento

$$\Delta = \begin{matrix} i'_a - r'_a & r'_b - i'_b & 0 \\ e_a - \lambda_a - \pi & e_b - \lambda_b - \pi & -m_a - m_b \end{matrix} > 0$$

de las reservas de divisas extranjeras. El público determina la cantidad de dinero que desea mantener y la tasa a la cual debe aumentar; mientras que el Banco Central determina qué parte del dinero será respaldada con reservas de divisas extranjeras.

Cuando tomamos en cuenta las interacciones monetarias con el resto del mundo, estas proposiciones deben ajustarse. En el nivel microeconómico la expansión del crédito no ejerce efectos sobre la oferta monetaria. Pero en el mundo en conjunto el dinero por valor de un dólar creado en cualquier parte del sistema agrega, exactamente, esa cantidad de dinero a la oferta monetaria del sistema total. En el nivel microeconómico las comunidades nacionales determinan la cantidad de dinero que desean. Pero en el nivel macroeconómico la cantidad nominal de dinero es determinada por las políticas monetarias colectivas de los distintos bancos centrales, mientras que la comunidad mundial en su conjunto determina su valor real del dinero. Si la oferta monetaria colectiva de la economía mundial es mayor que la cantidad deseada, el nivel de precios mundial aumentará hasta que su valor real haya sido ajustado al nivel que la comunidad mundial desea mantener.

Esto no quiere decir que las políticas monetarias de los diversos países son simétricas con respecto a cada uno de los otros países. Surgen posiciones de dominio y subordinación en relación con distintas monedas. En la configuración actual de la economía mundial las otras naciones mantienen sus monedas convertibles en dólares y no en el sentido contrario. Las autoridades monetarias de Estados Unidos no están restringidas a manejar su política monetaria por otras consideraciones que las consideraciones internas, ya que la única forma en que los Bancos Centrales extranjeros pueden evitar la acumulación de tenencias de dólares es causando inflación ellos mismos. El esfuerzo por parte del país dominante para obtener las ganancias de acuñación correspondientes a la inflación externa a expensas de los países extranjeros y la resistencia a pagar el aumento cargado sobre las existencias de dólares puede entonces conducir fácilmente a una situación de inflación competitiva.