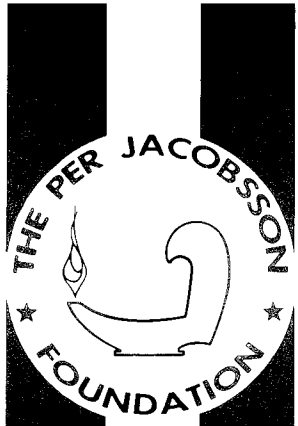

CONFERENCIA PER JACOBSSON
DE 1979

Tribulaciones de los bancos centrales

Arthur F. Burns

Milutin Ćirović

Jacques J. Polak

Belgrado, Yugoslavia
30 de septiembre de 1979

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1979

Tribulaciones de los bancos centrales

Arthur F. Burns

Milutin Ćirović

Jacques J. Polak

Belgrado, Yugoslavia

PRÓLOGO

La Conferencia Per Jacobsson de 1979 se pronunció en el Centro Sava de Belgrado, Yugoslavia, el 30 de septiembre de 1979 bajo el auspicio del Honorable Petar Kostić y el Honorable Dr. Ksente Bogoev. La conferencia, titulada "Tribulaciones de los bancos centrales", fue presentada por el Dr. Arthur F. Burns, ofreciendo comentarios el Dr. Milutin Ćirović y Jacques J. Polak. En este folleto figuran las actas de la conferencia y reunión, que se celebra anualmente por decimosexta vez desde el comienzo de la serie en el aula magna de la Universidad de Basilea en 1964. Las conferencias son patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson con el objeto de fomentar el examen experto de los problemas actuales en el campo de los asuntos monetarios en el que Per Jacobsson desempeñó un papel tan importante.

Las conferencias Per Jacobsson se publican en español, francés e inglés y la Fundación las distribuye gratuitamente. De cuando en cuando, gracias a la colaboración de otras instituciones, se han distribuido versiones en otros idiomas más. Diríjase toda solicitud de información al secretario de la Fundación.

ÍNDICE

Página

PALABRAS DE APERTURA
William McChesney Martin 1
Ksente Bogoev 1
William McChesney Martin 3
Arthur F. Burns 5

TRIBULACIONES DE LOS BANCOS CENTRALES
Arthur F. Burns 6

COMENTARIOS
El sistema monetario internacional: Problemas y perspectivas
Milutin Ćirović 29
Evolución del sistema monetario internacional
Jacques J. Polak 40

PALABRAS DE CLAUSURA
William McChesney Martin 48
Petar Kostić 48

DATOS BIOGRÁFICOS 49

PATROCINADORES, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS
DE LA FUNDACIÓN 51

CONFERENCIAS PER JACOBSSON 52

Palabras de apertura

William McChesney Martin

CONSIDERO UN HONOR declarar inaugurada la decimosexta reunión anual de la Fundación Per Jacobsson. Comenzaré solicitando al gobernador Bogoev del Banco Nacional de Yugoslavia que nos dirija unas palabras. El gobernador Bogoev.

Ksente Bogoev

COLEGAS GOBERNADORES Y DISTINGUIDOS INVITADOS: Es para mí un alto honor acoger en Belgrado con ocasión de la conferencia Per Jacobsson a los destacados oradores que nos van a dirigir la palabra hoy, y a todos ustedes, nuestros distinguidos invitados.

El Dr. Burns sin duda ha elegido un tema candente y difícil: la labor que los bancos centrales encaran en la lucha contra la inflación y la relación entre inflación y el funcionamiento del sistema monetario internacional. Considero que es un tema difícil principalmente debido a la creciente complejidad de las actuales condiciones económicas.

La evolución inflacionaria y el sistema monetario internacional, por separado, presentan actualmente nuevas características y, por consiguiente, también tiene ahora nuevo significado su tradicional interdependencia. Además, la inflación, que solía ser un fenómeno en gran medida interno, ha cobrado características internacionales, en relación con sus causas y consecuencias. Al mismo tiempo, se exige ahora del sistema monetario internacional que haga frente a una amplia gama de factores que en el pasado eran de ámbito estrictamente nacional. De manera que ahora se nos presenta esta combinación de fenómenos inconvenientes, que se resiste en alto grado a los intentos de reducir la inflación. ¿Qué es lo que ha contribuido a esa mayor internacionalización de la inflación? Una de las causas la encontramos en la creciente interdependencia de las

economías del mundo, que no sólo ha tenido resultados positivos sino también consecuencias inconvenientes.

La nueva dimensión internacional de la inflación es importantísima. Tradicionalmente hemos buscado las raíces del proceso inflacionario al nivel nacional sobre todo. Después de un detallado análisis de los mecanismos inflacionarios hemos visto que en el contexto nacional la inflación está enraizada en una compleja combinación de elementos de la política monetaria (o de otras políticas) que están relacionados con la regulación de la demanda y la solución de los conflictos de interés entre grupos sociales que tratan de obtener la mayor participación posible en la distribución del ingreso. A esa combinación de causas de la inflación tenemos que añadir los conflictos de interés por la distribución del ingreso entre los países. Así pues, la espiral inflacionaria internacional se suma al mecanismo de la espiral inflacionaria nacional.

Una consecuencia especialmente significativa de la internacionalización de la inflación es la dificultad de gestión de la política nacional antiinflacionaria, sobre todo en relación con el papel que desempeñan los bancos centrales en ese sentido. Por un lado, la moderación de las fuerzas inflacionarias depende de las medidas nacionales de política; por otro, en vista del entorno de inflación internacional, esas medidas son mucho menos eficaces que cuando los fenómenos inflacionarios se presentan aislados en un solo país. Naturalmente, no son éstas las únicas causas de las tendencias inflacionarias actuales ni de su resistencia ante las medidas antiinflacionarias puestas en pie por las instituciones nacionales o internacionales.

Sin embargo, no es mi propósito examinar detalladamente las causas de la inflación. Deseo con mis observaciones señalar que el carácter de la actual inflación no es el mismo de antes, que existen estrechos lazos con el sistema monetario internacional y que presenta factores que hace falta tener en cuenta a la hora de considerar la política monetaria y la función de los bancos centrales así como otros aspectos cruciales.

En este sentido, desearía hacer hincapié en que mis observaciones no deben ser interpretadas como que restan importancia a la función de las medidas monetarias y económicas en la lucha contra la inflación. Por el contrario, la función de esas medidas es ahora incluso más importante. No obstante, resulta evidente que las medidas monetarias y de otra índole, especialmente la política que fije el banco central, tienen que ajustarse a las nuevas y mucho más

complejas condiciones de hoy día en comparación con la estructura tradicional que presentaba la inflación nacional aislada.

Yo creo que todavía quedan por resolver muchos aspectos relacionados con este problema. Así lo demuestra el hecho de que todavía no se haya logrado controlar las presiones inflacionarias y, por consiguiente, encaremos condiciones desbocadas. Así pues, como dije al principio, creo que, efectivamente, el Dr. Burns tiene entre manos un tema de mucha actualidad.

En vista de los amplios conocimientos teóricos y de la experiencia práctica de los oradores que nos dirigirán hoy la palabra, estoy seguro de que esta conferencia y reunión servirá de importante incentivo para que todos volvamos a examinar detenidamente la multitud de problemas esenciales en este campo. Muchas gracias.

William McChesney Martin

GRACIAS, SEÑOR GOBERNADOR, por estas pertinentes y apropiadas palabras y por la gentil bienvenida que nos ha extendido el gobierno yugoslavo. En nombre de los funcionarios y directores de la Fundación y de todos aquellos que han contribuido a la organización de esta reunión —muchos de los cuales se encuentran presentes en la sala— deseo expresar nuestro agradecimiento por los servicios y por la ayuda que el Gobierno yugoslavo nos ha prestado.

Es ésta una ocasión muy feliz y me ofrece la oportunidad de informar brevemente sobre la situación en que se encuentra la Fundación Per Jacobsson. Somos solventes. De hecho, en el curso del año hemos recibido una contribución. Y contamos con un personal muy eficaz que realiza sus actividades según lineamientos que, a mi juicio, Per Jacobsson habría aprobado.

Desaría señalar que nuestro presidente, Frank Southard, aquí presente, con mucho gusto está dispuesto a ser de ayuda a todos ustedes en cualquier momento. Deseamos que la Fundación sea una obra cooperativa, no algo que pertenezca sólo a unos pocos. Muchos de nuestros directores están presentes, entre ellos nuestro presidente honorario, Marcus Wallenberg. Lamentablemente, Eugene Black no ha podido venir, pero nos envía sus saludos. Contamos con personas muy dedicadas. Gordon Williams, Al Gerstein y Joe Lang, nuestro secretario; casi todos ustedes los conocen. Graham Perrett, nuestro tesorero, también se encuentra aquí. Si ustedes desean

entablar contacto con la Fundación pueden dirigirse a cualquiera de ellos en todo momento. Por eso es muy agradable y un placer trabajar con ellos.

Hemos elegido un tema para hoy que, apropiadamente, es amplio: el sistema monetario internacional y las tensiones y presiones a que se ve sometido. Arthur Burns es persona de mucha experiencia. Él va a sentar las bases del debate esta tarde. Seguidamente, los dos comentaristas enfocarán el tema desde otro ángulo. Sus perspectivas son distintas y su experiencia es distinta de la de Arthur; sus comentarios se referirán no sólo a lo que diga Arthur sino también a un tema más amplio.

Antes de presentarles a Arthur Burns, deseo señalar que es un placer para nosotros contar aquí con la presencia de Erin Jucker-Fleetwood, hija de Per Jacobsson. En este último año ha terminado la biografía sobre Per Jacobsson, libro que ahora está disponible a través de Oxford University Press.

Otro comentario más es que con el transcurso de los años, nuestro grupo se ha reducido algo. Randy Burgess, nuestro fundador, falleció hace algo más de un año. También hemos perdido a Bill Harcourt, Allan Sproul, Jean Monnet y otros. De manera que hemos sufrido algunas bajas en nuestras filas. Sin embargo nuestro ahinco e interés no decaen y seguiremos adelante alentados por los ideales que ellos sostenían.

Arthur Burns nos va dirigir la palabra ahora. Él —y con ello me honra— fue mi sucesor en la Reserva Federal. Le he conocido desde hace muchos años y, a medida que envejecemos, surgen las reminiscencias. El otro día recordé una anécdota: una tarde tuve el placer de pasear tranquilamente con el Presidente Eisenhower. Lloviznaba y hablábamos de bastantes cosas. Durante la conversación se suscitó el nombre de Arthur Burns y el Presidente Eisenhower me dijo "Ahí tiene a un economista que entiende de lo que habla y también lo sabe explicar." Yo no traté de disuadirle de manera alguna.

Todos conocemos la destacada cerrera de Arthur. No hace falta mencionar su valiosa labor como maestro, Presidente del Consejo de Asesores del Presidente de Estados Unidos y como formulador de política económica a nivel presidencial. Todos conocemos bien a Arthur y creo que debemos sentirnos muy afortunados por el placer de que nos dirija hoy la palabra. El título de su charla es excelente: "Tribulaciones de los bancos centrales". Arthur.

Arthur F. Burns

MUCHÍSIMAS GRACIAS, BILL, por sus palabras muy amables de presentación y también por la anécdota sobre el Presidente Eisenhower. Le recuerdo con gran afecto. Nos conocimos en su oficina de la Casa Blanca a principios de 1953. Él había sido presidente de mi universidad, pero no habíamos tenido la ocasión de conocernos. Los catedráticos de una universidad no se reúnen muy a menudo con su presidente.

Una de las ventajas de hacerse viejo es que se adquiere cierta perspectiva sobre la vida y la historia. Yo he estado observando con interés el cambio de actitud hacia la labor del Presidente Eisenhower. Se le criticó mucho cuando era Presidente, se hablaba mucho de recesiones y de toda clase de dificultades internas; se decía también que jugaba al golf en lugar de ocuparse de los asuntos de gobierno. En retrospectiva, yo y otros muchos consideramos que los años cincuenta representaron una década de gran prosperidad en la que el nivel de los precios fue estable, y también una era de tranquilidad social.

Deseo agradecerle a Bill el que me haya recordado al Presidente Eisenhower, pues fue él quién me abrió el paso al gobierno. Y deseo agradecerle al gobernador Bogoev sus palabras de presentación sobre el tema de la inflación y sus amables observaciones sobre el discurso que voy a pronunciar. Es ésta mi segunda visita a Belgrado y es un placer comprobar la manera en que esta ciudad ha crecido y prosperado. Antes de mi partida, señor gobernador, deseo aprender todo lo posible acerca de su país y de su economía.

Tribulaciones de los bancos centrales*

Arthur F. Burns

CUANDO HACE VARIOS MESES me invitaron a pronunciar la conferencia Per Jacobsson de este año, acepté de buen grado. Per Jacobsson fue una destacada personalidad financiera cuya labor en aras del orden económico mundial merece ser recordada por el distinguido público aquí presente. A mi juicio, la mejor manera de honrar su memoria es que yo presente en esta oportunidad algunas consideraciones explícitas sobre los bancos centrales.

El sistema monetario internacional, en agitación casi constante durante esta década, se ha beneficiado últimamente gracias a varios factores. En virtud de las enmiendas del Convenio Constitutivo, el Fondo Monetario Internacional puede ejercer firme supervisión sobre las medidas de política cambiaria de los países miembros y, por consiguiente, está ahora en situación de orientar a los países del mundo hacia el imperio de la ley en materia de asuntos monetarios internacionales. Otra circunstancia favorable ha sido la creación del Sistema Monetario Europeo con el propósito de mantener tipos de cambio relativamente estables en el Mercado Común.

Un tercer aspecto positivo es que Estados Unidos reconoce la necesidad de eliminar los persistentes déficit de su balanza en cuenta corriente y que, entre tanto, es muy posible que haga falta intervenir decididamente con objeto de proteger el valor externo del dólar. Las ideas establecidas de que una moneda que se deprecia beneficia al comercio exterior de un país y a la actividad económica nacional han perdido su atractivo para el Gobierno de Estados Unidos. Las autoridades encargadas de la política económica han descubierto que, aparte de las ventajas que la teoría quizá presente en algunas circunstancias, es un modelo peligroso para un país cuya moneda continúa siendo el eje del sistema monetario internacional. La llamada "desatención benévola" hacia el valor externo del dólar

*Estoy profundamente agradecido a mi colega en la investigación, el Dr. Arthur Broida, por el asesoramiento y la ayuda que me ha prestado en la preparación de esta conferencia.

concluyó con gran efecto, y confío que para siempre, el pasado mes de noviembre.

Estos y otros constructivos elementos indicaron a principios de este año que se había iniciado un enfoque más coordinado para lograr el equilibrio internacional, y la calma volvió temporalmente a los mercados de divisas. Pero el malestar en torno al sistema monetario, y en particular acerca del futuro del dólar, ha continuado y de hecho se ha intensificado este verano. Se han presentado amplios motivos de preocupación, entre ellos, el torbellino político de Irán, los nuevos y enormes aumentos de precio del petróleo efectuados por la OPEP, los reducidos márgenes en algunas ocasiones de las divergencias entre los tipos de interés en Nueva York y en los mercados monetarios del exterior y el limitado progreso alcanzado en establecer una política energética eficaz en Estados Unidos. Si bien todos estos factores han contribuido a las tensiones, lo más perturbador de los mercados de divisas en los últimos meses es la reaceleración de la inflación en Estados Unidos y en gran parte del resto del mundo. Incluso Alemania y Suiza han dejado de ser remansos de estabilidad.

Esta lamentable situación es un indicio más, si acaso fuera necesario, de que la actual inestabilidad de los mercados financieros internacionales se debe en gran medida a la inflación crónica de nuestro tiempo y de que no retornaremos a la estabilidad del sistema monetario internacional hasta que los principales países industriales, en especial Estados Unidos, hayan logrado controlar bastante las fuerzas inflacionarias. Este tema vital plantea de inmediato varios aspectos: ¿por qué es tan recalcitrante el mal mundial de la inflación?, ¿por qué no cede ante los diversos esfuerzos de las economías afectadas, entre los que figuran algunas medidas muy radicales, para ponerle fin? y, en particular, ¿a qué se debe que los banqueros centrales, a los que —cabe suponer— les incumbe principalmente la lucha contra la inflación, hayan sido tan ineficaces en el combate contra este problema mundial?

Para mí, como ex banquero central, la última de estas preguntas tiene especial interés. Una de las funciones tradicionales de un banco central es proteger la integridad de la moneda nacional en el país y en el extranjero. Gracias a la política monetaria los banqueros centrales disponen de un poderoso medio para fomentar la estabilidad del nivel general de los precios. Su formación, si no ya su propia naturaleza, les lleva a hacer un gran hincapié en la estabilidad de los precios, y el espanto que sienten ante la inflación se ve

continuamente azuzado merced al contacto con otros banqueros centrales y con miembros de la comunidad financiera privada que opinan como ellos. Sin embargo, pese a la antipatía que sienten por la inflación y no obstante las poderosas armas que podrían esgrimir, en los últimos años los banqueros centrales han fracasado rotundamente en su misión. Esa situación paradójica configura las tribulaciones de los bancos centrales.

Me propongo hoy analizar las causas de esa paradoja y sus repercusiones futuras. Gran parte de lo que yo exprese refleja inevitablemente lo aprendido durante mis años como presidente de la Junta de la Reserva Federal, un período de ocho años que concluyó hace 18 meses. Quizá sea éste el momento de reflexionar sobre esa experiencia; hace un año el pasado era probablemente demasiado reciente para que yo pudiera obtener la necesaria perspectiva; dentro de un año quizá haya comenzado a borrarse la nitidez de mis impresiones.

Enfocaré mis palabras, principal aunque no exclusivamente, hacia Estados Unidos. Es el tema que mejor conozco y creo también que la experiencia de Estados Unidos, pese a algunos aspectos singulares, es bastante representativa de la de otros países industriales. Los países en desarrollo presentan sus propias fuentes y estructuras características de inflación. No obstante, en un mundo interdependiente, las condiciones económicas en Estados Unidos y otros países industriales necesariamente repercuten en la suerte de los países en desarrollo.

A MODO DE INTRODUCCIÓN, cabría señalar que durante gran parte del período a partir de la segunda guerra mundial, la evolución económica global, en términos generales, fue satisfactoria. En comparación con lo ocurrido antes de la guerra, las recesiones fueron breves y moderadas hasta mediados de los años sesenta, en Estados Unidos y en otros países industriales; el comercio mundial creció rápidamente bajo un régimen beneficioso de tipos de cambio estables y los niveles de vida crecieron notablemente en todo el mundo desarrollado. En la mayoría de los países industriales las presiones inflacionarias causaron problemas de cuando en cuando, por ejemplo, en los primeros años de la posguerra, durante el conflicto de Corea y durante un par de años a partir de 1955. Esas presiones fueron más intensas en algunos países que en Estados Unidos, pero en ningún país se tuvo la impresión de una inflación desbocada.

De 1958 a 1964, Estados Unidos gozó de un grado notable de estabilidad de los precios. En ese período de seis años, el índice de precios al por mayor no registró virtualmente ningún cambio y el índice de precios al consumidor creció a un ritmo anual de algo más de un 1 por ciento. Comenzó luego la inflación que desde entonces ha plagado a la economía de Estados Unidos. En promedio, los precios al por mayor registraron un crecimiento anual del 2 por ciento de 1964 a 1968, del 4 por ciento de 1968 a 1972 y del 10 por ciento de 1972 a 1978. Esta aceleración del aumento de los precios se ha registrado también en otros países, aunque las tasas de aumento han variado mucho y en la mayoría de los países industriales la aceleración comenzó más tarde, generalmente en 1969 ó 1970.

Los análisis de la inflación registrada en Estados Unidos en los últimos 15 años suelen hacerse en tres etapas. En primer lugar se consideran los factores que lanzaron la inflación a mediados de los sesenta, sobre todo las detalladas medidas de intervención gubernamental inspiradas en la llamada "nueva política económica" del gobierno federal y la facilidad del financiamiento de la guerra de Viet Nam. Seguidamente se consideran los factores que condujeron a que las presiones inflacionarias cobrasen mayor ímpetu, entre los que figuran nuevos errores de política, las devaluaciones del dólar en 1971 y 1973, el auge económico mundial de 1972–73, las malas cosechas y, en consecuencia, la subida de los precios mundiales de los alimentos en 1973–74, los extraordinarios incrementos de los precios del petróleo que entraron en vigor en 1974 y la rápida desaceleración del crecimiento de la productividad a partir de finales de la década de 1960. Por último, se presta atención al curso en virtud del cual la persistencia de la inflación ha producido expectativas generalizadas de que continúe, llevando a que la inflación adquiera un impulso propio.

Nada tengo que objetar a los análisis de ese tipo. Contribuyen claramente a explicar la inflación estadounidense y, con cambios aquí y allá, también la de otros países. No obstante, considero que en esos análisis se pasa por alto un factor más fundamental: el perenne sesgo inflacionario que desde los años treinta se desprende de las corrientes filosóficas y políticas que han estado transformando la actividad económica de Estados Unidos y de otros países. Los aspectos esenciales de la singular inflación de nuestro tiempo y el motivo de que los banqueros centrales no hayan podido ponerle coto se comprenden únicamente en función de esas corrientes del pensamiento y del ambiente político que han creado.

Históricamente, en el pueblo estadounidense está profundamente arraigado el concepto de progreso, la idea de que no es ilusorio mejorar la suerte de uno y de la familia en el transcurso de una vida. Durante gran parte de la historia de Estados Unidos, la intervención gubernamental en la actividad económica fue sólo periférica. El progreso individual se consideraba generalmente como recompensa del esfuerzo de cada uno, con ayuda, quizá, de la buena suerte. Se consideraba prudente prever las malas épocas u otros avatares de la vida, pero el responsable era el propio individuo. La existencia del ciudadano estadounidense descansaba sobre su propio esfuerzo; sólo en casos extremos acudía al gobierno o a sus vecinos en solicitud de asistencia económica.

Esa tradición individualista se hizo añicos a causa de los acontecimientos cataclísmicos de los años treinta y cuarenta. El derrumbamiento del orden económico ocurrido durante la gran depresión careció de precedentes en cuanto a su escala o alcance, y con él se quebró el precepto del esfuerzo propio. Desempleada una cuarta parte de la mano de obra, el valor físico y moral del individuo ya no era garantía de trabajo ni de medio de vida. El auxilio se manifestó por último en una idea política que era original para una mayoría del pueblo estadounidense pero que, no obstante, ofrecía cierto encanto, a saber, que al gobierno federal le incumbía una responsabilidad mucho mayor en la esfera económica de la que hasta entonces le había correspondido.

En virtud del *New Deal*, el gobierno federal inició grandes proyectos de obras públicas y ofreció también asistencia laboral. Concedió ayuda directa a los necesitados, una función que hasta entonces habían desempeñado únicamente las autoridades locales o las obras privadas de caridad. Estableció el seguro contra el desempleo y el pago de pensiones para jubilados. Tomó medidas para elevar los salarios y los precios con el propósito de fomentar la recuperación económica. Y más allá de estas medidas innovadoras, el gobierno federal amplió grandemente la gama de sus actividades reguladoras. Intervino en gran escala en el mercado de valores, en la banca, en las industrias de agua, gas y electricidad, en el mercado de viviendas y en el sector agrícola, confirió nuevos y amplios derechos y facultades a los sindicatos laborales. En conjunto, estas y otras medidas del *New Deal* sentaron la base de un gobierno activista, un gobierno que corría con la responsabilidad no sólo de paliar el sufrimiento y de asegurarnos contra las adversidades económicas, sino también encargado de limitar la competencia "perjudicial", de

subvencionar las actividades "convenientes" y de reajustar los desequilibrios entre las fuerzas del mercado. En menos de 10 años el gobierno se convirtió en el protagonista de la escena económica.

De la misma manera que durante la depresión el pueblo estadounidense se convenció de que el gobierno federal debía ayudar a los desempleados, la experiencia de la segunda guerra mundial les llevó a acudir al gobierno con objeto de evitar en primer lugar el desempleo. Bajo el apremio de la guerra, el gobierno había demostrado que podía asegurar un empleo provechoso a todo aquel que estuviera dispuesto a trabajar. Por consiguiente, cabía prever, y no sólo pensaban así los seguidores de Keynes, que el gobierno hiciera lo mismo en tiempos de paz. En 1944, el Presidente Roosevelt sentó las bases de un programa interno para la posguerra en la "Declaración de derechos económicos", y colocó a la cabeza de la lista "el derecho a un empleo útil y remunerativo". Terminada la guerra, la Ley de Empleo de 1946 proclamó explícitamente la responsabilidad que incumbía al Gobierno federal a efectos de fomentar "el máximo empleo", pasándose a entender por ello "pleno empleo" desde el punto de vista jurídico y también en el uso popular.

Pertrechado de la Ley de Empleo, el Gobierno trató de demostrar que podía luchar contra el desempleo con medidas preventivas y curativas. De hecho, el período desde la segunda guerra mundial hasta mediados de los años sesenta se caracterizó no sólo por la estabilización del ciclo económico sino también por un continuo incremento de la prosperidad de las familias estadounidenses. Por un lado, el creciente nivel del ingreso, que obedeció a incrementos considerables de la productividad laboral, permitió mayores niveles de consumo, más ocio y mejores planes de jubilación. Por otro lado, una corriente continua de nuevos bienes de consumo, a menudo perfeccionados, tendió a mantener el crecimiento de la demanda agregada. El amplio desarrollo de las instituciones de crédito al consumidor facilitó que el pueblo adquiriese automóviles, aparatos electrodomésticos y otros bienes y servicios, creándose un aliciente que era continuamente alentado por la atrayente publicidad y por el estilo de vida que la televisión y el cine proclamaban como posibles. El aparente aumento inexorable de los niveles de vida de la inmensa mayoría de la población se reflejó en la tendencia ascendente del número de familias dueñas de su propio hogar y propietarias de una residencia de vacaciones, uno, dos y hasta tres automóviles, teléfono, televisores, lavadora y congeladora, y también en la

creciente proporción de graduados de escuelas secundarias y universidades, y en el número de personas que viajaban al exterior, eran accionistas, contaban con pólizas de seguros de vida, etc.

Esa experiencia de progreso económico reforzó las expectativas de progreso del público. Lo que hasta entonces había sido el sentir personal de cada uno de que el futuro sería a la larga mejor que el pasado, sobre todo para los hijos, se transformó durante los años de posguerra en la expectativa abierta y generalizada de una mejora continua de los niveles de vida; es más, se pasó a creer en que se tenía derecho a incrementos anuales del ingreso real.

Sin embargo, el rápido crecimiento de la riqueza nacional no produjo un sentimiento de satisfacción. Por el contrario, los años sesenta representaron un período de malestar social en Estados Unidos, que también se observó en otras democracias industriales. En parte, la situación reflejaba el descontento de la población de raza negra y de otras minorías con respecto a las condiciones existentes de discriminación social y privaciones económicas, descontento que a mediados de los sesenta estalló en los incendios y saqueos de los llamados "veranos calientes". En parte, ese malestar social reflejó el creciente sentimiento de injusticia sentido por otros grupos, o en nombre de éstos, los pobres, los ancianos, los minusválidos, los distintos grupos étnicos, los agricultores, los obreros, las mujeres y otros. En parte, ese malestar obedeció a que la juventud de la clase media rechazó más y más las instituciones y los valores culturales establecidos. Reflejó, parcialmente, el reconocimiento más o menos repentino en amplios sectores de la población de que las reformas económicas del *New Deal* y el incremento más reciente de la riqueza nacional habían dejado sin resolver problemas sociales, políticos, económicos y ambientales en varios sectores de la vida estadounidense. A todas estas fuentes de perturbaciones sociales se mezclaron las tensiones crecientes ligadas a la guerra de Viet Nam.

Inocentemente, entonces, muchos estadounidenses creyeron que la totalidad de los males nuevos o recién descubiertos de la sociedad debían ser rápidamente superados por el gobierno federal. E, inocentemente, el gobierno en el poder trató de hacer frente a las crecientes demandas de reforma social y económica al tiempo que libraba una encarnizada guerra en Viet Nam. Bajo el lema de la participación decidida en la gestión económica, se adoptaron medidas de política más activistas con el fin de lograr un mayor crecimiento económico y de reducir el nivel de desempleo. Bajo los

lemas que recibieron el nombre de la Nueva Frontera y de la Gran Sociedad, se llevaron a cabo grandes esfuerzos para remendar descosidos en la urdimbre de la prosperidad: las insuficiencias o desigualdades de la enseñanza, la vivienda, la atención médica y la nutrición. Bajo los lemas de derechos civiles y de participación del ciudadano se concedió a las minorías y a otros grupos necesitados las armas políticas para defender, consolidar y extender el terreno ganado.

La conjugación de medidas gubernamentales y de reivindicaciones privadas entrañó factores dinámicos internos que condujeron a una escalada concomitante. Cuando a mediados de los años sesenta el gobierno se propuso pasar a las "tareas por terminar" como reducir el desempleo temporal, eliminar la pobreza, ampliar los beneficios de la prosperidad y mejorar la calidad de la vida, despertó nuevos horizontes de expectativas y de aspiraciones. Una vez sentado que la función primordial del gobierno era la de solucionar problemas y paliar las dificultades, no sólo de la sociedad en general sino también de las industrias, regiones, profesiones o los grupos sociales en apuros, un enorme y creciente número de problemas y estrecheces cayeron en la esfera de la solución gubernamental. Se crearon, perfeccionaron y explotaron nuevas técnicas para presionar al Congreso y también a las legislaturas estatales y a otros funcionarios elegidos. La reacción del Congreso fue aprobar una amplia gama de medidas que entrañaron gastos gubernamentales, bonificaciones fiscales especiales o regulación del gasto privado. Todo método fructífero comprobado de lograr derechos, obtener prerrogativas o conseguir otros beneficios del gobierno condujo a nuevas aplicaciones del método. Varios grupos encontraron un poderoso aliado en los tribunales federales, que repetidamente decidieron en contra de las limitaciones legislativas o administrativas al acceso a las prestaciones gubernamentales. Incluso los funcionarios públicos, sobre todo al nivel estatal y municipal, descubrieron las ventajas pecuniarias de abandonar todo concepto noble de servicio público y de insistir en reivindicaciones económicas con estridente oposición.

Gran parte de los resultados de esa conjugación de activismo gubernamental y ciudadano fueron beneficiosos. No obstante, su impacto acumulativo fue el de dar un fuerte sesgo inflacionario a la economía de Estados Unidos. La proliferación de programas gubernamentales condujo a una carga fiscal progresivamente pesada sobre las personas y las empresas. Sin embargo, la disposición del

gobierno a fijar impuestos distó de ser tan decidida como su propensión al gasto. Desde 1950 sólo en cinco años ha logrado equilibrarse el presupuesto federal; desde 1970 el saldo ha sido deficitario todos los años, con el agravante de que la magnitud de los déficit ha ido en aumento. Por consiguiente, el déficit presupuestario ha pasado a ser una condición crónica del financiamiento federal: se ha acusado déficit cuando la situación económica era difícil y también cuando se ha registrado un auge. Ahora bien, si el gobierno acusa un déficit presupuestario, inyecta más dinero en los bolsillos del pueblo de lo que le retira; por consiguiente la demanda de bienes y servicios tiende a crecer. Así es como comenzó la inflación que ha venido afectándonos desde mediados de los sesenta y como se ha alimentado.

El objetivo de alcanzar costosas reformas sociales frecuentemente fue de la mano del pleno empleo. De hecho, gran parte de la amplia gama de gastos gubernamentales obedeció al deseo expreso de mantener el pleno empleo. Pasó a considerarse que la inflación era un fenómeno temporal o que, siempre que fuera moderada, constituía una condición aceptable. Después de todo, el "máximo" o "pleno" empleo, no la estabilidad del nivel de los precios, se había convertido en la principal meta económica del país. En gran medida se hizo caso omiso de que la inflación conduce por último a la recesión y anula así muchos de los beneficios deseados por la vía de la legislación social. Incluso los políticos y hombres de negocios de ideas conservadoras comenzaron a hacerse eco de las enseñanzas de Keynes. En consecuencia, pareció del todo natural que las autoridades federales encargadas de la economía reaccionasen rápidamente ante cualquier desaceleración de la actividad económica —a veces, de hecho, como ocurrió a principios de 1977, ante la mera ilusión de esa desaceleración— aunque interviniesen muy lenta y precavidamente ante los indicios de creciente presión sobre los recursos laborales y de capital del país. Así, pues, el temor a un desempleo inmediato, más bien que el miedo a una inflación que efectivamente o por último se manifestase, pasó a dominar la formulación de la política económica.

El peso de la política gubernamental produjo inevitablemente un sesgo inflacionario en la economía, con efectos similares debidos a la creciente función de la reglamentación gubernamental. Los métodos tradicionales de proteger a grupos particulares contra la competencia, por ejemplo, elevar los precios agrícolas de sostén, incrementar el salario mínimo e imponer cuotas a la importación, no

perdieron su atractivo a medida que crecía la inflación. Por el contrario, en 1977 y en 1978, se emplearon liberalmente todos estos métodos de elevar los costos y los precios, incluso de cara a una inflación que se aceleraba. Los nuevos reglamentos sociales —sobre sanidad, seguridad y medio ambiente— que se multiplicaron durante los años setenta también presentaron dificultades. Por muy encomiable que sea su propósito, gran parte de ese aparato regulatorio se concibió apresuradamente y sin hacer mucho caso del costo que se imponía a los productores. En consecuencia, cantidades considerables de capital que la industria privada podría haber orientado hacia inversiones que favorecieran la productividad se desviaron hacia los usos impuestos por las autoridades. El desaliento que se manifestó en la inversión de las empresas, debido a la creciente carga de los impuestos sobre la renta y las ganancias de capital, puso trabas también al incremento de la productividad. La dotación de nuevas plantas e instalaciones para equipar a los trabajadores se llevó a cabo a un ritmo mucho más lento durante los años setenta que durante las décadas de 1950 y 1960, contribuyendo la insuficiencia a la caída de la productividad y, por consiguiente, a la escalada de los costos y precios.

En lo que respecta a la oferta hubo más factores que contribuyeron al sesgo inflacionario. Al liberalizarse los programas de mantenimiento del ingreso establecidos por el gobierno, el incentivo al trabajo tendió a disminuir. Algunos, tanto jóvenes como viejos, encontraron conveniente aprovecharse gran parte del tiempo de los pagos del seguro de desempleo, de los cupones que les permitían comprar alimentos y de los fondos del auxilio social, completándolo quizá con algún trabajo que de vez en cuando desempeñaban en un sector de actividades económicas no comerciales en rápido auge. Incluso las personas emprendedoras y ambiciosas que deseaban trabajos permanentes podían perseverar menos, o escoger más minuciosamente, si el gobierno, además de fijarse una política de pleno empleo, facilitaba un ingreso protector durante los períodos de desempleo. En esas circunstancias, los trabajadores empleados podían pedir, y a menudo lograr, vacaciones pagadas durante períodos más largos, más días feriados, más días pagados en caso de enfermedad y gozar además de descansos, pausas y otras prerrogativas sociales del trabajo. En ese ambiente, podían permitirse el lujo de rechazar una disminución de la paga o un aumento pequeño de los salarios cuando el empleador alegaba graves dificultades financieras. Así, pues, el número de personas que figuraban como

desempleadas podía crecer incluso cuando aumentaban los puestos libres, los salarios y el nivel de precios al consumidor. Las corrientes filosóficas y políticas que transformaron la actividad económica de Estados Unidos y produjeron una inflación secular en el país también se han manifestado vigorosamente en otros países industriales. Las crecientes expectativas económicas del pueblo, la amplia participación ciudadana en el campo político, el objetivo del gobierno de lograr el pleno empleo, los programas liberales de mantenimiento del ingreso, la creciente regulación gubernamental y la mayor apelación al gobierno para que éste solucione los problemas económicos y sociales han sido todas características comunes de los países industriales democráticos. Y de la misma manera que la rápida expansión de las actividades del gobierno en Estados Unidos fue de la mano de un persistente déficit presupuestario y de la inflación, ese también ha sido el resultado que se ha observado en otros países industriales. Es más, en otros países se ha practicado a menudo un financiamiento gubernamental acomodadizo y una inflación en escala mucho más intensa que en Estados Unidos.

LLEGO ASÍ POR ÚLTIMO a la función de los banqueros centrales en el proceso inflacionario. Las tendencias filosóficas y políticas mundiales a las que me he referido influyeron inevitablemente en la actitud demostrada y las medidas tomadas por los banqueros centrales. En la mayoría de los países, el banco central es un instrumento de la rama ejecutiva de gobierno, que lleva a cabo la política monetaria conforme a los deseos del jefe de gobierno o del ministro de Hacienda. Ciertamente, en algunos de los países industriales democráticos existen bancos centrales con mucha independencia, como es en el caso de Estados Unidos. Haciendo abstracción de las circunstancias, el Sistema de la Reserva Federal hubiera podido cortar la inflación en su etapa incipiente hace quince años o posteriormente, y puede hacerlo hoy día. En cualquier momento durante ese período podría haber restringido la oferta monetaria y haber creado suficientes tensiones en los mercados financieros e industriales para poner fin rápidamente a la inflación. No lo hizo porque la propia Reserva Federal se vio atrapada por las corrientes filosóficas y políticas que transformaban la vida y cultura de Estados Unidos.

La Ley de Empleo dispone que "es política y obligación continua del gobierno federal... utilizar todos sus planes, funciones y recursos... para fomentar el máximo empleo". La Reserva Federal

está sujeta a esa disposición de la ley y esa circunstancia ha limitado el alcance práctico de las medidas restrictivas que ha tomado, aparte de que algunos miembros de la familia de la Reserva Federal también han sentido el poder atractivo de las nuevas orientaciones de la economía. Cada vez que el gobierno actuaba para ampliar los beneficios que la población en general recibía, o de uno u otro grupo, quedaba implícito de algún modo que la política monetaria se adaptaría en cierta manera. Ese mismo supuesto tácito quedó incorporado en toda decisión sobre precios o en las negociaciones salariales entre particulares o con el gobierno. La circunstancia de que, en conjunto, las medidas tomadas fueran totalmente incompatibles con una tasa moderada de expansión monetaria rara vez lo tuvieron en cuenta aquellos que las tomaban, pese a las frecuentes advertencias de la Reserva Federal de que se estaban prendiendo nuevos fuegos de inflación. Si la Reserva Federal hubiera tratado de crear unas condiciones monetarias en las que no se hubiera logrado la permisividad que las presiones alcistas sobre los precios liberadas o reforzadas por las medidas gubernamentales exigían, podrían haberse producido rápidamente graves dificultades en la economía. No sólo eso, la Reserva Federal habría frustrado los deseos del Congreso, ante el cual es responsable, un Congreso que se había propuesto facilitar servicios adicionales al electorado y asegurar puestos de trabajo e ingresos, sobre todo a corto plazo.

Pese a esa realidad política, la Reserva Federal estuvo dispuesta en algunas ocasiones a frenar bruscamente el crecimiento monetario —en 1966, 1969 y 1974— pero la tónica restrictiva no se mantuvo lo bastante para poder poner fin a la inflación. En general, la política monetaria pasó a verse regida por el principio de subalimentación del proceso inflacionario, al tiempo que se adaptaba a una gran parte de las presiones del mercado. Los bancos centrales de otros países industriales, rodeados efectivamente de un ambiente político bastante similar, parecen haberse comportado más o menos de la misma forma.

Al describir como acabo de hacer las tribulaciones de los banqueros centrales en una democracia moderna, no es mi propósito dar a entender que los banqueros centrales están libres de culpa por la inflación que todos nosotros encaramos. Después de todo, los bancos centrales gozan de poderes discrecionales y la gama en la que se mueven es muy amplia en los bancos centrales más independientes. Por ejemplo, a medida que la Reserva Federal probaba y tanteaba los límites de su libertad de acción para

subalimentar la inflación, provocó repetidamente violentas críticas de la rama ejecutiva y del Congreso y, por consiguiente, tuvo que dedicar gran parte de sus energías a contener las medidas legislativas que pudieran destruir toda esperanza de poner fin a la inflación. Ese tanteo exigió necesariamente criterios políticos y puede que la Reserva Federal haya sobrestimado en ocasiones el grado de riesgo que una mayor moderación monetaria le presentaba.

Esos errores de criterio político son extraordinariamente difíciles de identificar, pero yo creo, en todo caso, que en la práctica los errores de criterio económico o financiero han sido mucho más significativos. En un mundo que cambia rápidamente, las ocasiones de cometer errores son innumerables. Incluso los datos sobre las condiciones del momento están sujetos frecuentemente a errores de interpretación. Un buen ejemplo son las estadísticas sobre desempleo en Estados Unidos. Incluso antes de que terminara la segunda guerra mundial, algunos economistas ya estaban tratando de determinar cuál sería el desempleo temporal y estructural cuando la demanda y la oferta de trabajo volvieran a un equilibrio; es decir, la tasa de desempleo que reflejase una situación de pleno empleo. Poco después, se llegó a un consenso en el sentido de que un 4 por ciento de tasa de desempleo correspondía a una situación práctica de pleno empleo, y esa cifra se ha consolidado en las decisiones y los estudios económicos. Sin embargo, las condiciones de los mercados laborales no han sido estáticas. El gran número de mujeres y de jóvenes que pasaron a formar parte de la fuerza de trabajo, la liberalización del seguro contra el desempleo, la expansión de los programas de auxilio social, el incremento progresivo de los salarios mínimos establecidos por ley, la creciente proporción de familias con más de un asalariado y el aumento de la propia riqueza nacional fueron cambios del medio ambiente económico y social que dejaron obsoleta esa cifra convencional del 4 por ciento. La tasa de desempleo que corresponde al pleno empleo se considera ahora del 5,5 ó 6 por ciento, y en el informe de este año preparado por el Consejo de Asesores Económicos se parece coincidir en ello. Sin embargo, los formuladores de la política gubernamental, aunque conscientes en general de lo que estaba ocurriendo en el mercado laboral, reaccionaron lentamente ante el nuevo significado de los datos del desempleo, considerado como patrón de la situación económica o como medida de los apuros de la sociedad. La Reserva Federal cayó en el mismo error y, un vez más, creo que otros bancos

centrales han cometido equivocaciones semejantes en otras oportunidades.

Aunque los errores de interpretación de las estadísticas del desempleo o de otros datos del momento repercuten en toda formulación de política, existen otros problemas de interpretación que afectan en particular a la profesión de banquero central. La teoría monetaria se levanta sobre un terreno polémico. No ofrece a los banqueros centrales normas de decisión en las que se pueda confiar o que sean estables. No hay duda de que todo banquero central sabe, sobre la base de lo que el mundo ha experimentado, que una economía en crecimiento requiere una creciente oferta de dinero y crédito, que la creación excesiva de dinero a largo plazo pondrá en marcha o refrendará el mecanismo inflacionario y que la disminución de los tipos de interés tenderá a estimular el crecimiento económico mientras que el incremento de los mismos tenderá a limitarlo; no obstante, ese conocimiento no llega a ofrecernos una exactitud matemática.

Debido en parte a la inflación crónica de nuestro tiempo, los banqueros centrales han estado prestando mayor atención a la oferta monetaria de lo que hacían sus predecesores; no obstante, continúan muy interesados en el comportamiento de los tipos de interés. Se les plantean difíciles problemas relacionados con el peso relativo de las medidas sobre dinero y tipos de interés a corto plazo y a largo plazo, sobre el concepto o los conceptos de dinero que son más representativos a los fines de fijar las medidas de política, sobre la interpretación que debe darse a hechos como el crecimiento de los depósitos y créditos en euromonedas, sobre la duración y regularidad de los desfases con que las variaciones de las tasas de crecimiento del dinero influyen en la actividad económica y los precios, sobre los probables cambios de la velocidad del dinero como consecuencia de innovaciones institucionales y factores coyunturales, etc. etc., como muy bien sabe todo aquel que haya estudiado banca central y teoría monetaria. Además existen otros problemas más fundamentales relacionados con posibles conflictos entre los objetivos internos e internacionales, la manera de reaccionar ante circunstancias excepcionales no previstas en la teoría y la relación exacta que existe entre una teoría basada en la experiencia y un mundo en el cual las estructuras de comportamiento se encuentran en continua evolución.

Por consiguiente, está claro que los bancos centrales pueden cometer errores, o tropezar con sorpresas, prácticamente en cada

etapa del mecanismo de formulación de la política monetaria. En algunos aspectos, las posibilidades de error son mayores en nuestra era de inflación. Están acostumbrados, como en general lo está toda persona interesada en las finanzas, a que los tipos de interés del mercado se consideren como factor moderador de la expansión económica cuando su curso sigue una trayectoria elevada y creciente. Sin embargo, esa norma basada en la experiencia tiende a ser inoperante una vez que se generalizan en un país las expectativas inflacionarias. Entonces los prestamistas saben que se les rembolsará en una moneda más barata y, por consiguiente, es probable que pidan tipos de interés más altos. Como los prestatarios prevén una situación semejante, están dispuestos a aceptarlos. De esa manera, se incorpora a los tipos nominales de interés una "prima por inflación". En principio, independientemente del nivel que alcancen los tipos nominales de interés, siempre que se mantegan por debajo o ligeramente por encima de la tasa de inflación, es muy probable que produzcan efectos nocivos en la economía; es decir, incrementarán los costos de la actividad económica pero poco o ningún efecto tendrán en moderar el gasto global. En la práctica, como las expectativas inflacionarias, y por consiguiente los tipos reales de interés que un determindado tipo nominal entrañe, no son iguales para todos, los banqueros centrales no pueden estar seguros de cuál es la magnitud de esa prima por inflación que los tipos nominales incorporan. Sin embargo, en los últimos años esos tipos han estado en ocasiones tan claramente por debajo de la tasa de inflación en muchos países que es difícil evitar la impresión de que, por altos o escandalosos que parecieran a los observadores acostumbrados a evaluarlos sobre una base histórica, el resultado ha sido un fracaso rotundo del objetivo de alcanzar la moderación que los banqueros centrales deseaban. Es decir, la inflación a menudo alivia el dolor que los tipos de interés causan, especialmente si, como en Estados Unidos, el pago de intereses puede deducirse a los fines de la declaración de impuestos sobre la renta.

Además de esos efectos directos de la inflación, hay otros aspectos que ponen en duda el verdadero significado de determinadas tasas de crecimiento de los agregados monetarios. Me refiero a los cambios ocurridos en los procedimientos utilizados por los mercados financieros de Estados Unidos durante los años sesenta, en particular durante los períodos de restricción monetaria de 1966 y 1969, y que condujeron a un gran número de innovaciones financieras en los años setenta.

Las medidas reguladoras o el desarrollo de la nueva tecnología vinculada a los computadores facilitaron muchos de esos cambios. Pero el impulso vino del incentivo que el creciente nivel de los tipos de interés del mercado daba a las instituciones financieras y a sus clientes para introducir un cambio en sus actividades. Los bancos comerciales reaccionaron ante la subida de los tipos de interés reduciendo las reservas que no devengaban intereses y los clientes reaccionaron reduciendo los depósitos a la vista que tampoco devengaban un interés. Tanto los bancos como las grandes empresas utilizaron nuevas fuentes de fondos en el mercado de eurodólares y el mercado estadounidense de efectos comerciales. Los bancos establecieron nuevos métodos de gestión del pasivo explotando esas fuentes y también el vasto potencial del mercado de fondos federales y de certificados negociables de depósito. Otras instituciones financieras, que comprenden bancos de ahorro, asociaciones de ahorro y préstamo, asociaciones de crédito y fondos mutuos del mercado del dinero, establecieron nuevos servicios y transacciones en relación con las cuentas de sus clientes en las que pagaban intereses. Los bancos hicieron frente a esa competencia por saldos operativos ofreciendo a los grandes depositantes servicios especiales cuyo efecto era el de reducir el nivel medio de los saldos depositados y emplearon también diversos medios ingeniosos de pagar intereses sobre saldos que, en gran medida, se mantenían con fines operativos.

Esa evolución tuvo profundas consecuencias para el entorno en que discurre la política monetaria de Estados Unidos. No hace mucho tiempo, el impacto de la moderación monetaria se transmitía más por la reducción de la disponibilidad de crédito, en particular del crédito hipotecario para viviendas, que por un incremento de los tipos de interés; en la actualidad, el creciente nivel de los tipos de interés es el cauce principal de moderación. Esto significa que hace falta un nivel más alto de tipos de interés para alcanzar un grado determinado de moderación, independientemente de los efectos que ya mencioné sobre las primas por inflación. Hasta qué nivel no se sabe; el tiempo lo dirá. No hace mucho, las variaciones de M_1, el agregado monetario más usual cuya definición se limita al efectivo y los depósitos a la vista, reflejaban bastante bien las variaciones del volumen agregado de saldos operativos; en la actualidad, en vista de las nuevas opciones que constantemente se ofrecen en lugar de los depósitos bancarios a la vista, se necesita un ritmo de crecimiento más bajo de M_1 para alcanzar un determinado grado de moderación. Pero en qué medida no se sabe; sólo el tiempo lo dirá. Tampoco se

sabe a ciencia cierta qué otro agregado monetario, en su caso, serviría de mejor indicador monetario que el tradicional M_1. Como resultado de esos efectos de la inflación, la banca central no sólo ha perdido el ancla que tenía en los tipos de interés, y en gran medida la misma situación se ha producido en los agregados monetarios; desde luego así ha sido en Estados Unidos y quizá también en otros países.

No hace falta dar más detalles sobre todos los casos de error de criterio que en los últimos años se han presentado a los bancos centrales a la hora de formular la política. Como es natural, siempre hubo un elemento de incertidumbre en la política monetaria, de la misma manera que pasa cuando se toman decisiones ya sea en la esfera pública o privada. Sin embargo, merece señalarse que el retraso en tener en cuenta algunas de las circunstancias que he mencionado con respecto a las tasas de desempleo, los tipos de interés y el crecimiento de los agregados monetarios tendería a crear un sesgo de la política hacia la permisividad monetaria. Además, la situación de psicología inflacionaria en los países industriales produce una asimetría en las consecuencias de los errores monetarios, incluso si la probabilidad de que ocurran errores se manifiesta igual tanto en un sentido como en otro.

Existe una gran diferencia entre los efectos de los errores de criterio de un banco central en nuestra era de inflación y los efectos de esos criterios hace una o dos generaciones. Anteriormente, si un banco central permitía la creación excesiva de dinero y crédito en tiempos de prosperidad, el nivel de los precios tendía efectivamente a subir. Pero la inflación resultante se limitaba a la fase de expansión del ciclo económico; no persistía ni cobraba vigor pasada esa fase. En consecuencia, se solía dar por sentado que a la subida de los precios seguiría una disminución una vez que se iniciase la recesión económica. Sin embargo, ya no es así.

Hoy día, los hombres de negocios, los granjeros, los banqueros, los dirigentes sindicales, los obreros y las amas de casa se comportan en general como si la inflación hubiera de continuar en el futuro. Ya sea la situación de auge o de recesión de la actividad económica. Una vez que esa psicología predomina en un país, la influencia de un error del banco central que intensifique la inflación puede dejarse sentir durante años y rebasar incluso el comienzo de una recesión económica. En nuestras circunstancias modernas, todo incremento del nivel general de los precios tiende a presentar un impulso

propio. Estimula un nivel más alto de reivindicaciones salariales, a las que asienten los empleados pues consideran que pueden recuperar los costos adicionales mediante precios más altos; produce convenios laborales en industrias clave en los que se incorporan importantes aumentos de la remuneración en años posteriores sin referencia a la situación económica que se presente; gracias a fórmulas de indización, conduce a incrementos automáticos de otros salarios y también de los pagos de la seguridad social, de pensiones, de los beneficios del auxilio social, de los alquileres de muchas propiedades y de los precios de multitud de productos obtenidos en virtud de contratos a largo plazo. En cambio, los efectos imprevistos cuando un banco central toma medidas restrictivas no se ramifican de igual manera. Para que pudiera conseguirse un impulso importante que diera marcha atrás al proceso inflacionario, los efectos tendrían que ser a la vez considerables y repetidos, y esa es una combinación que difícilmente puede presentarse en las condiciones que existen en los países industriales democráticos.

Si mi análisis de la banca central en las circunstancias modernas no anda muy lejos de dar en el clavo, se desprenden en seguida dos conclusiones. Primero, efectivamente, los bancos centrales han participado en el proceso inflacionario en que se ven enmarañados los países industriales, pero el papel que han desempeñado ha sido secundario. Segundo, si bien la formulación de política monetaria exige un continuo examen y puede mejorarse considerablemente, en vano sería buscar reformas técnicas que sirvan para eliminar el sesgo inflacionario en los países industriales. Lo singular de nuestra inflación es su pertinaz existencia, no el comportamiento de los banqueros centrales. Esa persistencia obedece a las fuerzas fundamentales a las que yo me he referido antes, a saber, las corrientes filosóficas y políticas de pensamiento que han influido en nuestra actividad económica desde la gran depresión y, en particular, desde mediados de los años sesenta.

La conclusión a la que he llegado de que sería ilusorio esperar que los bancos centrales pongan fin a la inflación que ahora aflige a los países industriales democráticos no significa que los bancos centrales sean incapaces de tomar medidas estabilizadoras; significa nada más que su capacidad práctica para limitar una inflación que continuamente se ve impulsada por fuerzas políticas es muy reducida. Los bancos centrales han contribuido en el pasado a desacelerar el ritmo de la actividad económica en algunas oportu-

nidades y a estimularlo en otras. También han contribuido a la estabilidad económica desempeñando su función de prestamistas de última instancia o incluso rebasando esas funciones tradicionales. En los últimos diez años, la Reserva Federal ha intervenido por lo menos en dos ocasiones para evitar crisis financieras que de otro modo podrían fácilmente haberse producido. Me refiero en particular a la quiebra de la Penn Central Transportation Company en junio de 1970 y a la del Franklin National Bank en octubre de 1974. En el primer caso, al no poder Penn Central refinanciar sus efectos comerciales pendientes, se produjo un ambiente de consternación entre los titulares de instrumentos comerciales. Para evitar el pánico financiero, la Reserva Federal abandonó temporalmente sus metas monetarias, abrió de par en par la ventanilla de redescuento y modificó su reglamento de manera que los bancos comerciales pudieran obtener fondos en el mercado abierto para financiar a las empresas que no podían renovar efectos comerciales a su vencimiento. En el caso del Franklin National, la Reserva Federal prestó a ese banco internacional en dificultades casi $2.000 millones y, estando pendientes esos anticipos, fue posible gestionar la absorción por otro banco de manera que pudieran protegerse los intereses de los depositantes y clientes de Franklin. Esas medidas estuvieron influidas por un sentido de responsabilidad hacia el sistema financiero en su totalidad, internacional e interno. Los bancos centrales de otros países, en especial el Banco de Inglaterra, han desempeñado de igual manera en forma constructiva la función de prestamistas de última instancia, y la totalidad del concepto de la responsabilidad de un banco central ha sido a la vez ampliado y aclarado en las deliberaciones celebradas en los últimos años en el Banco de Pagos Internacionales.

Esto, y mucho más, merece ser señalado acerca de los bancos centrales, y muy en especial los incansables esfuerzos realizados para alertar a los ciudadanos ante los peligros económicos y sociales que la inflación presenta. Pero, independientemente de las virtudes o defectos que presenten los bancos centrales, es un hecho que, por sí solos, podrán hacer frente a la inflación de nuestros tiempos en forma marginal únicamente. La persistente inflación que plaga a los países industriales democráticos no va a ser vencida —ni siquiera limitada en forma sustancial— hasta que nuevas corrientes de pensamiento creen un ambiente político en el que puedan emprenderse los difíciles ajustes que se necesitan para poner fin a la inflación.

SE OBSERVAN ALGUNOS INDICIOS, todavía tenues e inciertos, de que ya está en marcha ese cambio del ambiente intelectual y político de las democracias. Una de las características del sistema democrático es que contribuye a que aprendamos de los errores del pasado. Las recientes tendencias perturbadoras de la actividad económica y social, en particular la persistencia y aceleración de la inflación, han llevado a que los pensadores que influyen en la opinión pública reflexionen sobre la situación. Entre los economistas, la escuela keynesiana ha perdido gran parte del vigor, seguridad e influencia de antaño. Los economistas ya no centran la atención de manera tan exclusiva en el desempleo y la regulación gubernamental de la demanda agregada. Prestan ahora más atención a la regulación de la oferta agregada, a la necesidad de reforzar los incentivos al trabajo y a la innovación, a las maneras de estimular el ahorro y la inversión, a la importancia de eliminar las barreras a la competencia, a los medios de reducir la carga reguladora impuesta por la industria y a otros métodos de alentar la confianza de las empresas. Muchos economistas reconocen ahora que gran parte del desempleo que se registra es de carácter voluntario, que limitar la inflación y reducir el desempleo involuntario son metas complementarias más bien que opuestas, que los persistentes déficit del gobierno y la creación excesiva de dinero tienden a alimentar el fuego de la inflación, que la elevada tasa de ahorro que suele observarse en las etapas tempranas de la inflación da paso por último a un ahorro mínimo y que, cuando se llega a esa etapa, pasa a ser mucho más difícil controlar la inflación.

La inquietud intelectual de las democracias del mundo está influyendo no sólo en los hombres de negocios y los inversionistas sino también en los políticos, los dirigentes sindicales e incluso en las amas de casa; todos ellos han aprendido del pasado y de sus vecinos. En Estados Unidos, por ejemplo, cada vez hay un mayor número de personas que consideran que gran parte del gasto del gobierno basado en criterios de compasión y altruismo no servía para los objetivos que se han fijado, que el deterioro de las ciudades continuaba, que la calidad de las escuelas públicas empeoraba, que el crimen y la violencia iban en aumento, que se habían generalizado los casos fraudulentos de recurso al auxilio social, que recibir un seguro por desempleo se estaba transformando en hábito de un excesivo número de personas, en resumen, que el implacable incremento del gasto gubernamental no producía los beneficios sociales previstos y, sin embargo, contribuía a elevar el nivel de los

impuestos de la gente verdaderamente trabajadora y empujaba el ya alto nivel de los precios que se tenía que pagar por los alimentos y por todos los demás productos. A mi juicio, a esa impresión de resentimiento y frustración se debe en gran medida la tendencia política conservadora que últimamente se manifiesta en Estados Unidos. Y deduzco de los resultados de las recientes elecciones en otros países que la preocupación ante la inflación y el desencanto con las soluciones socialistas también van en aumento en otros países industriales. En consecuencia, los formuladores de política en Europa y en gran parte del resto del mundo conceden ahora una prioridad más alta a la lucha contra la inflación.

En Estados Unidos una gran mayoría del pueblo considera ahora que la inflación es el problema número uno que el país encara, y así lo han aceptado el Congreso y la rama ejecutiva del gobierno. Por consiguiente, se han tomado pasos en el último año para moderar el rápido crecimiento del gasto federal, reducir ciertos impuestos con el propósito de alentar la inversión de las empresas y recortar al mismo tiempo un déficit presupuestario todavía considerable. El Congreso ha resistido las presiones en favor de mayores privilegios para los sindicatos. Se han liberalizado algunos reglamentos gubernamentales, como en el caso del transporte aéreo y los hidrocarburos. Se han aceptado con ecuanimidad incluso las medidas restrictivas de la Reserva Federal, que no hace mucho habrían provocado la ira y la ansiedad en los círculos del gobierno. Es simbólico del nuevo ambiente político que el anuncio de un incremento de la tasa de redescuento de la Reserva Federal se produjera el mismo día, el pasado julio, en que se anunciaba que la producción global del país había registrado una disminución considerable durante la primavera.

La preocupación general en Estados Unidos con el tema de la inflación es una circunstancia alentadora, pero nadie puede estar seguro del grado de su intensidad ni de su duración. Los cambios que hasta el momento se han producido en las medidas de política fiscal y monetaria y en el terreno estructural han sido ajustes marginales. Los formuladores de la política económica de Estados Unidos tienden a ser partidarios de un enfoque gradual porque éste ofrece la promesa de un retorno a la estabilidad general de los precios quizás en un plazo de cinco o más años, pero sin que ello exija grandes sacrificios de los trabajadores o los empleadores. Sin embargo, ese mismo factor de cautela que conduce en el terreno político a un gradualismo puede muy bien llevar también a la

suspensión prematura o al abandono en la práctica de las medidas tomadas. La actividad económica está sujeta a todo género de sorpresas y trastornos: recesiones del ciclo económico, malestar laboral, perturbaciones en el extranjero, efectos monopolísticos, elecciones y conmociones gubernamentales. Una u otra circunstancia, sobre todo una recesión de la actividad económica, podría fácilmente sofocar y derribar el calendario de medidas graduales destinadas a limitar la inflación. Ello ha ocurrido en el pasado y puede ocurrir de nuevo.

Si Estados Unidos y otros países industriales han de avanzar verdaderamente en la lucha contra la inflación, será necesario primero derrotar la psicología inflacionaria, es decir, dar a entender al pueblo que la inflación puede controlarse y lo probable es que así se haga. Esa reorientación de la psicología nacional quizá no se alcance con ajustes marginales de la política. En vista de las fuertes y generalizadas expectativas inflacionarias que existen en la hora actual, he llegado a pesar mío a la conclusión de que hace falta una terapia bastante radical para eliminar esa psicología inflacionaria.

No es fácil señalar cuál sería el tratamiento exacto que puede ser más conveniente para un país, y lo que surta efecto en uno quizá no se adapte bien a otro. En el caso de la inflación en Estados Unidos, que ha pasado a ser una grave amenaza para el bienestar de gran parte del mundo así como del pueblo estadounidense, me parecería prudente en esta coyuntura de nuestra historia que el gobierno adoptase un programa básico de cuatro partes. La primera sería una revisión legislativa del proceso presupuestario federal que hiciera más difícil el acusar un déficit y que serviría como paso inicial hacia una enmienda constitucional con ese mismo fin. La segunda parte consistiría en decidir la ejecución de un plan general de desmantelamiento de los reglamentos que han impedido el proceso competitivo y en modificar otros que han impulsado innecesariamente los costos y los precios. La tercera parte entrañaría una defensa firme de las medidas restrictivas de política monetaria hasta que la tasa de inflación sea mucho menor. La cuarta parte incluiría medidas legislativas que dispusieran reducciones progresivas anuales de los impuestos sobre las empresas en los próximos cinco años, reducción que sería bastante pequeña en los dos primeros años pero que aumentaría considerablemente en los últimos años. Esta modalidad de legislación tributaria liberaría poderosas fuerzas que mejorarían la productividad de la nación y ejercerían en consecuencia una presión a la baja sobre los precios; contribuiría también en un futuro más cercano a facilitar el difícil ajuste que se

impondría a muchas empresas y a sus empleados al irse adoptando las tres primeras partes del programa que sugiero.

Me gustaría poder concluir este largo discurso con palabras de confianza en que un programa semejante al que yo he señalado, u otro programa constructivo y decisivo para hacer frente a la inflación, se pondrá en marcha próximamente en Estados Unidos o en otro país. No lo puedo hacer. Ni siquiera estoy seguro de que muchos de los banqueros centrales del mundo, acostumbrados ya al gradualismo, estén dispuestos a aceptar los penosos ajustes económicos que me temo sean por último inevitables. En consecuencia, no me sorprendería que el retorno a una estabilidad razonable de los precios en los países industriales democráticos y, así, a un sistema monetario internacional ordenado se vea aplazado por más arranques en falso. Pero si, en ese caso, la paciencia política de los distintos países se somete gravemente a prueba, también se acelerará la toma de conciencia. La tendencia conservadora que ahora parece brotar en muchos de los países industriales democráticos cobrará entonces vigor y, a menos que el liderazgo político caiga en manos irresponsables, el sesgo inflacionario que ha estado sorbiendo la vitalidad económica y moral de las democracias podrá ser definitivamente derrotado.

* * *

SR. MARTIN: Creo que todos debemos estar muy agradecidos a Arthur Burns por la manera constructiva y caleidoscópica en que nos ha presentado el problema que encaramos. Ha recalcado la psicología de la inflación y el hecho que todos conocemos, a saber, que el dinero es un fenómeno social y que mucho depende de la manera en que el pueblo lo considere o del carácter que le quiera dar.

Esta ha sido la decimosexta conferencia de la serie sobre un tema muy apropiado. He repasado la lista y las ha vuelto a leer. La de hoy es complementaria. La primera, pronunciada por Maurice Frère y Rodrigo Gómez fue sobre el tema "Crecimiento económico y estabilidad monetaria". Y si seguimos el desarrollo de la serie e incluimos algunas de las charlas de Per Jacobsson veremos exactamente lo que ha ocurrido y dónde nos encontramos.

Aquí presentes están hoy dos personas verdaderamente destacadas y competentes como comentaristas. Como dije antes, sus comentarios no se referirán directamente a lo dicho por Arthur, pero sí nos ofrecerán su propia perspectiva.

Nuestro primer comentarista es el profesor Ćirović, eminente economista y asesor del Gobierno yugoslavo. El profesor Ćirović.

Comentarios

Milutin Ćirović y Jacques J. Polak ofrecieron comentarios a la presentación del Dr. Burns. El texto de sus discursos se presenta a continuación a partir, respectivamente, de esta página y de la página 40.

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL: PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS

Milutin Ćirović

ES UN GRAN HONOR y un placer para mí el haber sido invitado a participar en la reunión y conferencia Per Jacobsson de este año. Me es especialmente grato comentar sobre la conferencia presentada por un banquero central tan notable como el Dr. Burns.

En su análisis de las causas de la inflación, el Dr. Burns ha ido más lejos de lo que suelen hacer los banqueros centrales. Analizó todos los aspectos económicos y sociales del proceso inflacionario en los países industriales. Ha señalado que la eliminación o disminución sustancial del proceso inflacionario no puede lograrse únicamente por vía de las medidas de política monetaria restrictiva, sino que hace falta crear el ambiente político en el que puedan realizarse los difíciles ajustes que se necesitan para poner fin a la inflación. Sin embargo, no ha quedado claro cuál ha de ser el método a utilizar para modificar el comportamiento de los agentes económicos en los países industriales de manera que se eliminen o reduzcan sustancialmente las expectativas inflacionarias. El Dr. Burns estuvo en lo cierto al señalar que el monetarismo no puede ser una herramienta útil de la política de estabilización en ausencia de cambios concomitantes en el ambiente político.

Como me gustaría que mis comentarios sirvieran de complemento de la conferencia del Dr. Burns, expresaré mis opiniones

sobre los problemas que el proceso de ajuste presenta desde el punto de vista de la economía mundial. Creo que todos somos conscientes de que, en las actuales circunstancias, la evolución económica interna está cada vez más influida por la situación económica mundial debido a la interdependencia de las economías nacionales. ¿Cuáles son los principales problemas y las estrategias económicas para superarlos en la economía mundial?

Es bien sabido que la economía mundial ya no se caracteriza por el equilibrio dinámico que existió durante la mayor parte del período de posguerra. Debe subrayarse que a la grave recesión registrada en las economías de mercado desarrolladas durante el período de 1974-75 no siguió la recuperación de la actividad económica que era de esperar en esos países. Las tasas de inflación, que alcanzaron niveles de un 10 por ciento o más en las economías de mercado desarrolladas durante el período de 1974-75, se redujeron considerablemente en los años subsiguientes, pero el ritmo de la inflación se está volviendo a acelerar este año. A los desfavorables resultados de la actividad económica y las altas tasas de inflación se han unido también sustanciales desequilibrios de balanza de pagos y, en algunas ocasiones, graves crisis de algunas de las monedas importantes. Además, es motivo de especial preocupación la desaceleración de la inversión fija que ha ocurrido en los países industriales. Cabe esperar que las tasas de inversión y de crecimiento económico en estos países se sitúen en los próximos años aproximadamente a la mitad del nivel alcanzado durante los años sesenta.

ESA EVOLUCIÓN DESFAVORABLE de las economías de mercado desarrolladas ha tenido efectos muy negativos en los países en desarrollo. Es de especial interés que casi dos terceras partes de las exportaciones de los países en desarrollo se dirigen a los mercados de los países industriales. Los países en desarrollo han mantenido hasta el momento relaciones comerciales y financieras más estrechas con los países industriales que con otros países en desarrollo.

Por un lado, los efectos de la depresión de las condiciones económicas y las mayores presiones inflacionarias en los países desarrollados se han transmitido rápidamente a los países en desarrollo por el cauce de 1) la reducción automática, como consecuencia de la depresión de la actividad económica, de la importación de materias primas y productos industriales; 2) el

descenso repentino y las fuertes fluctuaciones subsiguientes de los precios de los productos agrícolas y las materias primas, bienes que representan una parte considerable del comercio de los países en desarrollo, y 3) el proteccionismo en las economías de mercado desarrolladas, que artificialmente limitan los mercados de exportación ofrecidos a los países en desarrollo. Por otro lado, el reciclaje de parte de los superávit de balanza de pagos de algunos países desarrollados hacia países en desarrollo se efectuó por intermedio del mercado internacional de crédito. El reciclaje de recursos tuvo un efecto positivo en el sentido de que la reducción de la tasa de crecimiento del producto nacional bruto de los países en desarrollo fue menor de lo que hubiera sido en ausencia de dicho reciclaje; el efecto negativo de ese proceso fue el excesivo endeudamiento exterior de los países en desarrollo.

Al analizar las perturbaciones de la economía mundial durante los años setenta se utilizan dos conceptos básicos que entrañan dos enfoques muy distintos. Si bien ambas interpretaciones tienen en cuenta el brusco incremento de los precios del petróleo ocurrido a finales de 1973, la estructura teórica general de esos análisis es muy diferente.

El primer concepto hace especial hincapié en las fuertes presiones y expectativas inflacionarias como causa principal de una cadena de acontecimientos que se destacan por menor dinamismo de la producción, desaceleración del comercio mundial y otras características bien conocidas de la economía mundial en los últimos años. Como prueba de ello, se sostiene que la crisis económica de 1974-75 siguió al auge de 1972-73, período en que existieron presiones y expectativas inflacionarias; se sostiene incluso que el nivel medio de expansión económica alcanzado a finales de 1973 rebasó las tasas de un crecimiento económico sostenible. Conforme a la teoría tradicional de las oscilaciones cíclicas, el precio que hubo que pagar por las condiciones de auge fue un ajuste subsiguiente de los superávit y déficit de la economía mundial que se manifestó con crisis y convulsiones. En apoyo de ese argumento, se cita como ejemplo a Estados Unidos, país que, después de la recesión de 1974-75, alcanzó una tasa de crecimiento económico más alta que las de otros países industriales; sin embargo, ello produjo crecientes presiones sobre su balanza de pagos, causó crisis temporales del dólar y aceleró también el ritmo de la inflación del país.

La teoría en que descansa ese análisis de la evolución económica de los países o del mundo lleva a la conclusión de que, desde el

punto de vista del propósito de estabilizar la economía mundial, el elemento más importante es la lucha contra la inflación en los países donde su nivel sea excepcionalmente alto, con lo que se asegura la estabilización de la situación económica interna y externa de esos países y, en consecuencia, de toda la economía mundial. Se considera que los objetivos del sistema económico internacional y, en particular, del sistema monetario deben ser, principalmente, eliminar o evitar el recrudecimiento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, en las actuales circunstancias, la premisa keynesiana de que la reflación de la actividad económica no conducirá a un aumento señalado de los precios siempre que el nivel de la producción no se aproxime al pleno empleo ha dejado de ser válida. Por consiguiente, se sostiene que la subida de los precios obedecerá a factores de empuje de los costos más bien que a factores de la demanda, incluso antes de que se alcance el pleno empleo.

El primer concepto es correcto en gran medida, pero creo que el análisis y las conclusiones, es decir, la estrategia económica a que conduce, representan un enfoque parcial. Es parcial porque considera que sólo las presiones inflacionarias son factores que causan distorsiones en la economía, mientras que concibe las presiones recesionarias como factores inducidos que se presentan en un momento determinado a lo largo de la cadena del mecanismo de transmisión. Es incluso todavía más parcial porque se mantiene que tan solo con orientar las medidas hacia la limitación de las presiones inflacionarias se consigue indirectamente un efecto amortiguador de las presiones recesionarias. Además, en relación con el importante aspecto de cómo distribuir la carga que representa el restablecer el equilibrio en la economía mundial, se sostiene que sólo los países deficitarios deben soportarla. Es decir, ese concepto se basa en un supuesto implícito de que la economía mundial está en equilibrio fundamental y en que los países (independientemente del número de ellos que se vea afectado) experimentan un desequilibrio fundamental debido sobre todo a los errores cometidos al tomar medidas económicas excesivamente ambiciosas.

Los análisis del segundo concepto se basan en el supuesto de que las distorsiones de la economía mundial se deben tanto a las presiones inflacionarias como a las deflacionarias, sin tener en cuenta su interacción, y que hace falta considerar las distorsiones cíclicas y estructurales del sistema económico global. En apoyo de esa opinión, se podría sostener que incluso la depresión de 1974-75 no produjo la reducción prevista de las tasas de inflación. A la crisis

de esos años no siguió un fuerte incremento del crecimiento económico de los países industriales porque la inversión fija no aumentó en grado suficiente, circunstancia que sólo puede explicarse en función de factores estructurales. Asimismo, el segundo concepto supone que el deterioro del funcionamiento de la economía mundial obedece no sólo a la suma de las perturbaciones que se registran en un determinado número de economías nacionales, sino que esas perturbaciones mundiales se deben en parte a la interacción de los procesos de ajuste, ya sea en las economías nacionales o en grupos de economías. Es decir, de la misma manera que se aduce una teoría de círculo vicioso en las economías nacionales como resultado de la interacción de factores negativos, también es posible un círculo vicioso en la economía mundial. Todo esto tiene importantes repercusiones para la formulación de una estrategia económica cuyo propósito sea sacar a la economía mundial de una situación subóptima de producción, comercio, inflación, proteccionismo, relación de intercambio de los países en desarrollo y endeudamiento de éstos.

La segunda interpretación de la generación y transmisión de la inflación hacia un desequilibrio de la economía mundial lleva a una estrategia económica algo distinta para hacer frente a la crisis. El aspecto principal de esa estrategia es que debe realizarse un esfuerzo simultáneo de estabilización (es decir, reducir las tasas de inflación y los déficit de balanza de pagos) y de refuerzo de las fuerzas expansionistas en aras de un nuevo crecimiento de la economía mundial. El segundo componente importante de esa estrategia es que la estabilización no puede limitarse sólo a las economías nacionales más inestables (en lo relativo a inflación, déficit de balanza de pagos, etc.) sino que la estabilización dinámica de la economía mundial debe realizarse por el cauce de una participación activa de todos los países —superavitarios y deficitarios, desarrollados y en desarrollo— lo que necesariamente significa el correspondiente grado de coordinación internacional.

LA CUESTIÓN ES CÓMO, por un lado, formular una política económica que pueda contrarrestar las presiones inflacionarias y, por otro, dar nuevo impulso al proceso de desarrollo económico. Aunque parezca paradójico, yo creo que el punto de partida para formular esa estrategia está en la opinión monetarista de que existe una relación muy limitada de compensación entre las tasas de

crecimiento económico y de inflación y que, a largo plazo, esa relación no existe. Ahora bien, los monetaristas han sacado de esto una conclusión muy parcial, que ahora casi se acepta como premisa general, a saber, que la política monetaria expansiva y el surgimiento de presiones inflacionarias pueden hasta cierto grado, y sólo temporalmente, incrementar el ritmo de crecimiento económico mientras que, más adelante, ante el impacto directo de los condicionamientos de balanza de pagos, la tasa de crecimiento cae forzosamente por debajo de la de tendencia. No obstante, cabe derivar otra conclusión totalmente distinta partiendo de la premisa monetarista. Esa conclusión es que, a la hora de determinar la tasa de crecimiento económico y la tasa de inflación, se encaran dos procesos que, si bien están relacionados, presentan características esencialmente propias. Continúa así encajando en el modelo monetarista, en el que los agregados monetarios, por el cauce de su efecto en la formación del ingreso nominal, son el principal factor generador de inflación mientras que, a largo plazo, no influyen en la formación de los flujos reales. Sin embargo, el modelo monetarista parece ofrecernos una solución parcial nada más, pues trata de regular las corrientes macroeconómicas únicamente por vía de la oferta monetaria, lo que significa que tan solo se tiene en cuenta el aspecto de estabilización. El desarrollo económico no figura en la formulación de esa política porque, implícitamente, se supone que las medidas firmes de estabilización establecerán condiciones favorables que permitan una recuperación dinámica de la actividad económica, en primer lugar, y sobre todo, por el cauce de la inversión de las empresas.

En cambio, si partimos del concepto de desequilibrio fundamental de la economía mundial, que está caracterizado por una existencia simultánea de factores inflacionarios y deflacionarios —aunque su configuración sea distinta en cada economía—, habría que formular una estrategia económica cuyo propósito fuera el de eliminar el desequilibrio fundamental a escala mundial de manera que contrarreste las fuerzas inflacionarias y al mismo tiempo ofrezca impulsos expansionistas al desarrollo económico. Me parece que la estrategia económica no debe orientarse únicamente contra la inflación en una fase y contra la recesión en otra. A mi juicio, la estrategia económica apropiada debe dirigirse contra la inflación y la recesión al mismo tiempo puesto que se presentan simultáneamente en la esfera nacional e internacional.

No obstante, se plantea la cuestión de si cabe verdaderamente

formular una estrategia económica que contrarreste las fuerzas inflacionarias y recesionarias que se presentan a nivel nacional e internacional. Con una combinación óptima de medidas de política, la política monetaria respaldada con otros instrumentos, sobre todo con medidas fiscales de ingresos, soportaría el grueso de la campaña contra las fuerzas y expectativas inflacionarias. El aspecto principal de esa estrategia es, no obstante, que el enfoque de estabilización de la política monetaria puede mantenerse sólo si existe otra fuerza dinámica en el sistema económico que ejerza una influencia alcista a largo plazo en la economía. Yo creo que ya no cabe confiar seriamente en el automatismo de los mecanismos de mercado para que éstos propicien, gracias a una evaluación óptima de los factores de producción, el ambiente macroeconómico que asegure un estímulo económico suficiente, manifestado, sobre todo, por conducto de la inversión fija del sector de empresas.

Un enfoque, que entrañaría la formación de suficiente demanda agregada en los países industriales, sería seguir la estrategia keynesiana que subraya la función de las medidas de política fiscal. En virtud de ese concepto, el exceso de fondos en los mercados financieros, que las empresas y las unidades familiares no pueden absorber en las condiciones del momento, resultarían activados por el gobierno mediante un financiamiento deficitario. Se compensarían así las brechas deflacionarias que podrían presentarse en algunos casos en las corrientes circulares del ingreso. No obstante, la política gubernamental de financiamiento deficitario tendría que ser muy flexible para poder adaptarse rápidamente, y en la forma más exacta posible, a toda variación de la relación entre la demanda y la oferta de fondos en el mercado financiero. La experiencia nos demuestra que los gobiernos no pueden modificar su política de financiamiento deficitario con la misma rapidez con que varía la proporción entre la demanda y la oferta de fondos; así, pues, a largo plazo, la participación del sector público en la distribución final del ingreso nacional aumenta excesivamente, socavando el desarrollo económico firme. Se ha comprobado que la política de financiamiento deficitario en un gobierno puede elevar la demanda agregada a corto plazo (a veces excesivamente), pero también conduce a un deterioro de la composición de la demanda agregada debido a que el ímpetu principal de desarrollo se origina en el consumo del sector público.

El segundo factor principal que contribuye al desarrollo de procesos económicos más dinámicos a nivel nacional e internacional

es el fomento de las exportaciones. La experiencia nos demuestra que, en el período de posguerra, los países industriales que registraron una fuerte expansión de la exportación, es decir, los países que se fijaron una estrategia de crecimiento impulsado por las exportaciones (la República Federal de Alemania y Japón) registraron mejores resultados no sólo en relación con el desarrollo económico sino también con la estabilización. Además, el fuerte crecimiento de las exportaciones da lugar a un aumento de la inversión fija, lo que significa que la capacidad de producción crece de manera tal que satisface el aumento de la demanda agregada. La estrategia basada en una expansión considerable de las exportaciones, y por consiguiente la expansión de la inversión fija, puede servir de fuerte ímpetu del desarrollo económico; no obstante, la política monetaria, en combinación con los instrumentos de política en el campo de la distribución del ingreso, podría desempeñar en creciente grado la función de estabilización a plazo más largo. Es decir, las exportaciones y la inversión ejercerían una influencia expansionista en el crecimiento de la economía real y serían la fuerza impulsora del sistema económico, mientras que la política monetaria podría orientarse hacia la desaceleración del crecimiento del ingreso nominal. Esa estrategia sentaría las condiciones propicias a una reducción gradual de las disparidades entre el crecimiento del ingreso real y del nominal.

Paso a la cuestión de si, en vista de las circunstancias actuales, cabe esperar que el crecimiento de las exportaciones sea la fuerza impulsora que dé mayor dinamismo al proceso de la actividad económica en todo el mundo. Es bien sabido que incluso en el caso de Japón, no obstante los espectaculares resultados alcanzados en el crecimiento de las exportaciones en el período de posguerra, se hace hincapié en el crecimiento de la demanda interna a la hora de preparar el plan de desarrollo durante un período de siete años, quizá porque se considera que las perspectivas del comercio y la producción mundiales en el futuro se presentan pesimistas. Parece seguro que en los próximos años no cabe esperar un rápido crecimiento de las exportaciones en la economía mundial sobre la base únicamente de los factores automáticos del mercado. En la actual situación económica el problema podrá superarse sólo desde una perspectiva mundial y dentro de un marco organizado. Efectivamente, hoy día la única verdadera posibilidad de un cambio de signo del lento crecimiento de la producción y del comercio mundiales parece ser el establecimiento de un mecanismo inter-

nacional que dé nuevo vigor al sistema económico mundial. Quiero decir con ello que el actual desequilibrio fundamental de la economía mundial significa esencialmente que el sistema ha perdido una parte considerable de su vitalidad. Sólo si creamos una nueva fuerza motriz será posible superar el actual estancamiento del sistema económico del mundo.

Para reavivar la actividad económica mundial será imprescindible que el poder adquisitivo de los países en desarrollo no productores de petróleo aumente a un ritmo más rápido que el actual, con lo que se aceleraría la circulación de fondos entre esos países y los países desarrollados, y cobraría vigor el crecimiento de la actividad económica mundial. En consecuencia, la expansión del comercio mundial a un ritmo que podría situarse nuevamente en el nivel medio registrado en los años sesenta (aproximadamente 9 por ciento anual) generaría la reactivación económica. Sin embargo, es imposible esperar que los países en desarrollo no productores de petróleo pasen a impulsar la demanda de importaciones mediante un mayor nivel de endeudamiento en condiciones comerciales, como ha ocurrido desde 1974. En los últimos seis años, los países en desarrollo han logrado moderar la caída de sus tasas de crecimiento económico gracias a un grado excesivo de préstamos en el exterior obtenidos en condiciones comerciales, pero los coeficientes de servicio de la deuda en relación con el producto nacional bruto y los ingresos corrientes en divisas han alcanzado niveles que limitan cada vez más la posibilidad de expansión de su capacidad de préstamo en condiciones comerciales.

Considero que un aumento más rápido del poder adquisitivo de los países en desarrollo no productores de petróleo debería alcanzarse conforme a los siguientes lineamientos: estabilización de la relación de intercambio entre los productos primarios e industriales del mercado mundial, disminución gradual del proteccionismo que existe en los países industriales (que podría fomentarse con un crecimiento más dinámico de la economía mundial) y expansión de las corrientes de capital hacia los países en desarrollo no productores de petróleo en condiciones concesionarias

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL tiene una función importante que desempeñar en la expansión del poder adquisitivo de los países en desarrollo no productores de petróleo, tanto en relación con el financiamiento de balanza de pagos como con la creación de

derechos especiales de giro. Para financiar sus déficit en cuenta corriente, los países en desarrollo no productores de petróleo tendieron cada vez más durante los años setenta a obtener préstamos de los bancos comerciales en los mercados financieros en lugar de utilizar los recursos del Fondo. Todos sabemos que los países en desarrollo han solicitado la ampliación de los períodos de rembolso de los créditos concedidos por el Fondo y la liberalización de las condiciones de utilización de esos créditos, en particular cuando los déficit de pagos obedecen a una menor posibilidad de expansión de las exportaciones hacia los mercados de los países industriales.

Otro mecanismo de nueva liquidez internacional por vía del Fondo es la creación de DEG. La estrategia seguida con este nuevo tipo de activo de reserva durante los años setenta ha sido excesivamente cautelosa y defensiva. Las principales fuentes de incremento de las reservas fueron las tenencias de moneda extranjera (las tenencias de dólares representaron el 80 por ciento del total de las reservas) y posteriormente ha intervenido la revaluación del oro. En el período de 1970-78, el incremento anual medio de las tenencias de DEG fue aproximadamente de DEG 1.000 millones, mientras que el de las reservas de divisas fue aproximadamente veinte veces mayor. De cara a los años ochenta, hace falta formular una estrategia nueva y más resuelta con el propósito de que el DEG sea el principal activo de reserva de la economía mundial. Me permito señalar, de paso, que recientemente yo formulé una proyección de la expansión del DEG en los años ochenta en mi trabajo "Estrategia de creación de DEG", publicado en la revista económica yugoslava *Finansije*[1].

Para dar mayor dinamismo a la actividad económica, en particular por vía del juego entre países desarrollados y en desarrollo, el sistema económico mundial dispone de un instrumento poderoso y apropiado. Es éste el vínculo entre la creación de DEG y el financiamiento del desarrollo. El curso de la estrategia de un cambio de signo en el lento ritmo de crecimiento de la economía mundial permite alcanzar importantes resultados al aumentar el poder adquisitivo de los países en desarrollo, pues el aumento se utilizaría para que éstos compren bienes en los países industriales. La puesta en marcha de ese vínculo conduciría directa y rápidamente a un nivel más elevado de utilización de recursos en los países indus-

[1]Número 7-8 (julio-agosto de 1979), págs. 399-420, en serbocroata.

triales, lo que crearía un nivel satisfactorio de demanda agregada en esos países e impulsaría las nuevas inversiones fijas. Es absurdo, a mi juicio, que haya una inmensa capacidad ociosa en un sector de la economía mundial debido a que no puede comercializarse el producto potencial, mientras que en otros sectores no puedan realizarse proyectos de inversión bien fundados debido a insuficiente poder adquisitivo. ¿Por qué no utilizar parte del poder adquisitivo creado por el Fondo para alcanzar un nivel de utilización de la capacidad más alto en los países industriales y para financiar proyectos de inversión adicionales en los países en desarrollo? Entre las diferentes variantes de un vínculo que una la creación de reservas internacionales y el financiamiento de la inversión podríamos seleccionar la más aceptable y la que presentase menos efectos secundarios desfavorables.

En resumen, mi opinión es que los problemas encarados por la economía mundial son sumamente complejos. Esa complejidad se refleja en el hecho de que la economía mundial se aparta de los criterios aceptables de ejecución en cuanto a producción, comercio, inflación, reajuste estructural, desequilibrios de balanza de pagos y niveles de endeudamiento externo. La circunstancia de que esos problemas se acentúen particularmente en los países en desarrollo no petroleros es motivo de gran preocupación. En una situación tan compleja no parece aceptable que se aísle el problema de la inflación entre la gama total de problemas que la economía mundial encara y que se trate de formular una estrategia económica unidimensional. Si la situación económica internacional es tan compleja como a mí me parece, la única reacción racional sería intervenir en todos los campos principales en los que observamos resultados subóptimos de la economía mundial, es decir, crear una estrategia multidimensional.

Por último, desearía añadir que el segundo concepto de estabilización dinámica de la economía mundial se ajustará a la realidad únicamente si su desempeño está bien organizado y su alcance es mundial. Me parece que el Fondo podría transformarse en una institución mundial que asegurase el ajuste adecuado de las medidas nacionales de política económica y de pagos y que, a nivel internacional, llevase a crear un ambiente favorable tanto a la expansión más rápida del comercio y la producción mundiales como a la reducción gradual de las tasas de inflación y los déficit de balanza de pagos. Efectivamente, el Fondo ya ha tomado el primer paso en ese camino al establecer una estrategia a medio plazo para

coordinar el desarrollo y los ajustes de balanza de pagos. Como es natural, la estrategia del Fondo no ha sido elaborada en todos sus detalles y todavía no se dispone de un mecanismo adecuado que asegure la consecución de mejores resultados en la economía mundial y, por consiguiente, en la mayoría de las economías nacionales. Hoy en día es muy evidente que a todas las economías nacionales, independientemente de la fase de su desarrollo económico o de otras diferencias, les interesa la cooperación mutua, y se acepta cada vez más la noción de que el crecimiento estable y firme de la economía mundial es condición previa para poder regular la actividad económica a nivel nacional.

* * *

SR. MARTIN: Gracias, profesor Ćirović, por las interesantes observaciones que nos ha ofrecido.

Pasamos ahora al último comentarista. Nos consideramos muy afortunados de que esté aquí presente. Ha trabajado con el Fondo Monetario Internacional desde 1947. Se le ha ensalzado en su propio país como economista y filósofo. Es el Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del Fondo Monetario Internacional. El señor Jacques Polak.

EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

Jacques J. Polak

EN SU CAUTIVANTE CONFERENCIA, el Dr. Burns nos ha ofrecido la tesis de que la inflación en Estados Unidos y otros países del mundo industrial constituye un fenómeno secular, cuyo origen fueron las corrientes filosóficas y políticas iniciadas hace casi medio siglo. No me corresponde en el programa de hoy analizar esa escalofriante, e incluso deprimente, tesis. Sin embargo, no tanto por llevarle la contraria sino por arrojar un rayo de luz en lo que de otro modo se nos ofrecería como un panorama de implacable tiniebla secular, voy a referirme a ciertos hechos que parecen señalar una orientación algo distinta. Tenemos, por ejemplo, el período de 15 años, entre los conflictos de Corea y Viet Nam, durante el cual hubo estabilidad de precios en Estados Unidos, el notable éxito que algunos países europeos han logrado en limitar la inflación a partir de 1974 y la

estabilidad de los precios que en gran medida se ha observado en muchos países del Lejano Oriente.

En cuanto al sistema monetario internacional, el Dr. Burns no cree que se vuelva a la estabilidad hasta que los principales países industriales, y sobre todo Estados Unidos, logren controlar bastante bien las fuerzas inflacionarias. A mi juicio, sobre este aspecto fundamental todos estaríamos de acuerdo. Pero ello no significa que tengamos que arrinconar tranquilamente al sistema monetario internacional hasta que hayamos ganado la campaña contra la inflación. Por el contrario, mucho es lo que puede hacerse ahora en el ámbito internacional. La tarea entraña, primero, un mejor conocimiento del actual sistema; segundo, el propósito de determinar ciertas neuvas orientaciones del sistema y, tercero, conducir al sistema por la senda que a nuestro juicio sea beneficiosa.

Incluso la primera de estas tareas dista mucho de ser sencilla. Efectivamente, hay un notable desacuerdo acerca de lo que el actual sistema es. Un dato superficial pero, sin embargo, puede que no del todo ajeno al caso, es el siguiente: en ninguna parte se encuentra lo que pudiéramos considerar una descripción completa que el Fondo haga del sistema o de la función que el propio Fondo desempeña en él. En diversos informes anuales del Fondo se han descrito y analizado varias facetas del sistema pero, desde que en 1964 apareciera el folleto *The International Monetary Fund: Its Form and Functions*[1], escrito por Marcus Fleming, el Fondo no ha publicado un estudio completo sobre el tema. A juicio de un gran número de observadores cabe evadir el problema sobre las características del actual sistema señalando que se distingue por no ser un sistema. Un sinnúmero de descripciones persisten en lo que ya es pasado, y deploran la pérdida de las paridades y de la convertibilidad en forma que recuerda los lamentos que una generación anterior expresó ante la desaparición del patrón oro.

En vista de que dispongo de poco tiempo, no voy a tratar de ofrecer una perspectiva integral de cómo, a mi juicio, funciona el actual sistema. En cambio, sí voy a comentar sobre ciertas características nuevas que el sistema está presentando. De paso me referiré a algunas de las facetas conexas del sistema: tipos de cambio, ajuste, coordinación de medidas de política y activos de

[1]Serie de folletos del FMI, No. 2 (Washington, 1964).

reserva. Pero antes de pasar a hacerlo, el tema exige unas palabras de advertencia.

Muchos de nosotros tenemos gustos muy arraigados acerca de cómo desearíamos que el sistema evolucionase. Esos criterios tienden a entrometerse en los pronósticos sobre el sistema e incluso en nuestras descripciones. Yo diría que esa tendencia ya nos ha ganado bastantes cicatrices y golpes en los últimos 10 años para que demos por aprendida la lección de que conviene mantener una distancia prudente entre nuestras preferencias y profecías. Como Per Jacobsson decía tan a menudo: "Profetizar es difícil, sobre todo hacia el futuro." El éxito que muchos hemos conseguido —creo que puedo incluir a muchos de los aquí presentes— a la hora de prever las características del sistema monetario internacional dista mucho de ser notable. En ese terreno, como dijera Churchill, tenemos que ser muy humildes. Permítanme citar tres ejemplos solamente.

1. A finales de los años sesenta y principios de los setenta se suponía que, independientemente de los problemas que habían comenzado a causar, los tipos de cambio fijos continuarían en pie. Se decía que los gobiernos no estaban dispuestos a basar sus medidas de política en otra cosa, y la inmensa mayoría de los portavoces de las empresas y los bancos manifestaron la misma opinión. No obstante, los tipos de cambio fijos se fueron a pique.

2. También a finales de los sesenta solía creerse que las necesidades mundiales de mayor liquidez no podían, ni debían, satisfacerse mediante aumentos considerables de dólares de EE.UU. en las reservas de los países. Estados Unidos no lo quería, ni tampoco los demás países. Sin embargo, pese a ello, así ocurrió.

3. Casi todo el mundo consideraba que un aumento del precio del oro era "impensable", que significaría abandonar el curso inteligente por el que se habían dirigido los asuntos monetarios internacionales, aunque pudiera ser una solución del problema de la liquidez. No obstante, ese aumento se produjo. El oro se negó a conformarse obedientemente con la función de "DEG metálico". Dada una situación en la que algunos países empujaron al "oro negro" hacia el centro de la escena económica mundial, los países que afortunadamente contaban con grandes cantidades de la variedad amarilla decidieron que tenían que aprovecharlas en todo lo posible, y ello ha resultado ser más y más y más.

No cito estos tres casos de falta de previsión sobre el camino hacia el que el sistema monetario podía orientarse porque desee dejar la

impresión de que somos espectadores impotentes ante una evolución del sistema regida por fuerzas naturales ininteligibles y desencadenadas. Conviene conceder que ciertas fuerzas económicas fundamentales hacen que algunas características del sistema sean inevitables y otras inalcanzables, por mucho que nos disgusten las primeras o nos agraden las segundas. Entre esas fuerzas mencionaría los intereses nacionales preponderantes, la creciente importancia durante el período de posguerra de las corrientes internacionales del comercio, y sobre todo del capital, y la inflación mundial que se ha registrado en los últimos 10 años.

Esas fuerzas fijan ciertos límites a nuestra capacidad para influir en el sistema, ya sea con objeto de retener algunas de sus características o de incorporar las modificaciones que deseamos. Pero dentro de estos límites mucho es lo que podemos hacer. Las estructuras financieras son obra del hombre. Nuestra capacidad para pilotar el sistema depende no sólo de las circunstancias del caso sino también —en vital grado— de la calidad de las propias estructuras. La senda que recorra la reforma del sistema monetario internacional exige no sólo un ambiente de voluntad política sino, en igual medida, la creación de estructuras que puedan funcionar bajo presión y que resistan la turbulencia que se observa incluso cuando el clima es favorable.

COMENZARÉ con los aspectos del sistema relacionados con el tipo de cambio. No hace falta un sentido exagerado de modestia para señalar que la importante modificación ocurrida en el sistema de tipos de cambio en el período de 1971-73 no se debió a la segunda enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo, pues ésta no entró en vigor hasta abril de 1978. Pero también debe apuntarse que la nueva redacción del Artículo IV no se ciñe a un mero ajuste formal ante la realidad. Los regímenes de tipo de cambio se dejaron a elección del país miembro. Ello fue inevitable, pues esa era la realidad. Pero, con ese acto de libre albedrío, las *políticas* de tipo de cambio quedaron sujetas a la firme supervisión del Fondo.

En los últimos años hemos visto que lo eficiente es centrar la atención en las medidas de política más bien que en los regímenes. Las categorías que a veces se utilizan para describir los regímenes de tipo de cambio —"fijos", "flotantes", "dirigidos"— brillan por su ineptitud para clasificar las múltiples combinaciones de regímenes y políticas que los países miembros han adoptado. El propio Fondo,

que ha reflexionado largamente sobre esta cuestión de clasificación, se limita a relegar los regímenes de casi un tercio de sus países miembros a la categoría denominada "otros", en la que figuran todos los grandes países industriales salvo la República Federal de Alemania.

En el nuevo Artículo IV se señala que "las condiciones fundamentales y ordenadas [son] necesarias para la estabilidad económica y financiera". Indudablemente así es; en ausencia de las necesarias condiciones fundamentales, todo intento de alcanzar la estabilidad de los tipos de cambio mediante controles o intervención está destinado al fracaso. Sin embargo, el Artículo IV presenta otra faceta, y es con ella con la que está más directamente relacionada la supervisión del Fondo. La disposición a la que me refiero exhorta a los países miembros, hayan logrado establecer o no condiciones fundamentales y ordenadas, a que el tipo de cambio no sea inviable desde el punto de vista económico. La disposición no los expresa de manera tan clara o directa. Se dispone que "todo país miembro... evitará manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos", lo que significa que un país no debe mantener un valor excesivamente alto para su moneda, "u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros", es decir, no debe mantener un valor de su moneda demasiado bajo. Al ejercer la labor de supervisión de las políticas cambiarias de los países meimbros, el Fondo alienta el oportuno ajuste de los tipos de cambio inapropiados y fomenta, en consecuencia, uno de sus fines: "acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros".

Como se desprende del *Informe Anual de 1979*, el Fondo también utiliza crecientemente su facultad de supervisión en un sentido más amplio. En el estudio de la situación y perspectivas de la economía mundial, presta creciente atención al efecto que las medidas de política económica interna de los principales países industriales tienen en la actividad económica y los pagos de todos los países. En sus últimos comunicados de prensa, el Comité Provisional ha explicado su criterio sobre el aporte que una estrategia coordinada de medidas de política puede significar a efectos de lograr un crecimiento no inflacionario y reducir los desequilibrios de pagos y, por consiguiente, en favor de una mayor estabilidad de los mercados de cambio. En los últimos años ha sido efectivamente muy

importante que los países recurran a una amplia gama de medidas de política interna para evitar excesivas presiones sobre el dólar de EE.UU., la principal moneda de reserva del sistema. Pero no debemos apresurarnos a generalizar sobre la base de ese interés particular, ni manifestar —como característica del sistema— que la coordinación de las medidas de política de demanda nos conduce a una mayor estabilidad de los tipos de cambio. Estoy convencido de que, como método, tendría efectos muy inciertos y sería muy costoso en cuanto a otros objetivos y condicionamientos de la política interna.

La supervisión del tipo de cambio en un sentido estricto también ofrece dificultades, pese a que se haya observado mejor disposición por parte de los países a considerar las medidas de política cambiaria. Ya no están de moda los viejos tabúes, pero cabe preguntarse si todavía hay muchos que se ocultan tras las múltiples explicaciones que se ofrecen a efectos de aplazar las modificaciones de los tipos de cambio cuyo carácter de desequilibrio no se niega. En países desarrollados y en desarrollo se aduce una amplia gama de argumentos para justificar la pasividad en el terreno cambiario: la curva en forma de J, los desfases, la indización de salarios, las bajas elasticidades y la suprema importancia de los factores de demanda. Nos llevaría muchísimo tiempo realizar un examen detallado de cada uno de esos argumentos. En consecuencia, me disculpo por pasar de inmediato a una conclusión, que voy a formular de la manera que sigue: ningún país saca ventajas apegándose a un tipo de camio para su moneda que esté en desequilibrio y, en última instancia, ningún país lo logra.

ES PROBABLE QUE EL ELEMENTO MÁS INTERESANTE de la reforma en la hora actual lo encontremos en el campo de los activos de reserva del sistema. Hasta ahora, el camino hacia la internacionalización de los activos de reserva, es decir, el progreso del DEG, ha sido lento en sentido absoluto e incluso retrógrado sobre una base proporcional. Lanzado a finales de los años sesenta como instrumento que había de servir para incrementar las reservas en forma que el oro o los dólares no podían o no debían satisfacer, el DEG fue dejado de lado de 1972 a 1978 mientras el precio del oro y los dólares en las reservas se multiplicaban. Recientemente se ha reanudado la asignación de DEG. Pero, en comparación con los incrementos anuales de las reservas en divisas que, en promedio,

equivalen a unos DEG 25.000 millones en los últimos cinco años, no es probable que las asignaciones a razón de DEG 4.000 millones al año alcancen el objetivo que figura en el nuevo Convenio Constitutivo, a saber, "hacer del derecho especial de giro el principal activo de reserva del sistema monetario internacional".

No obstante, ahora parece estar a nuestro alcance un importante paso en esa dirección gracias al reciente interés en una cuenta de sustitución, administrada por el Fondo, que serviría para remplazar una cantidad considerable de dólares en las reservas de los países miembros por activos denominados en DEG. La posibilidad de dar ese paso depende —como todas las etapas de la reforma— de una combinación conveniente de intereses nacionales y de un plan viable desde el punto de vista técnico. Y cabe suponer ahora que esas condiciones se cumplen en la actual coyuntura. Estados Unidos acepta actualmente el criterio, según lo ha manifestado en un reciente discurso Anthony M. Solomon, Subsecretario para Asuntos Monetarios, Departamento del Tesoro, de que "una reducción gradual de la función internacional relativa del dólar parecería ser compatible con la situación fundamental de la economía mundial". Muchos tenedores oficiales parecen interesados en que su cartera de reservas dependa menos del valor de una sola moneda, pero el darse cuenta de que una conversión en gran escala para lograr la diversificación por conducto del mercado sería a la vez difícil y perturbadora acaba por disuadirles. Finalmente, gracias al intenso esfuerzo que se ha realizado, quizás estemos ahora en situación de concebir un método equitativo y viable de sustitución, objetivo que el Comité de los Veinte no pudo alcanzar.

¿Qué motivos hay para suponer que una cuenta de sustitución, si llegara a establecerse, nos daría un sistema muy distinto? Después de todo, en virtud de las decisiones ya tomadas, a principios de 1981 habrá más de DEG 20.000 millones asignados. Muy pocos sostendrían, sin embargo, que, con más de $200.000 millones en las reservas oficiales, no cabe decir que el sistema se base esencialmente en el dólar. Si una cuenta de sustitución añadiese al sistema algunas decenas de miles de millones de títulos denominados en DEG y retirase una cantidad igual de dólares de EE.UU., ¿en qué forma tendríamos un sistema distinto? Nadie lo sabe a ciencia cierta, pero es evidente que la cuenta de sustitución es el único camino importante de reforma que se nos abre, ahora o en un futuro previsible. El beneficio más inmediato que podría derivarse de la cuenta de sustitución es que podría contribuir a que el sistema

monetario internacional evolucionase en una dirección que promete mayor estabilidad. Pero aún hay más. Al lograr, en el tiempo, que el DEG y los activos denominados en DEG sean parte sustancial de las reservas de los países y al expandir esos activos también a las tenencias no oficiales, la cuenta podría reducir gradualmente la asimetría del sistema debida a la posición especial que ocupan las monedas de reserva, sobre todo el dólar. No sabemos exactamente lo que nos aguarda al final del camino y sería apresurado hacer promesas. Pero sí sabemos, sobre la base de un intento anterior, que la reforma no se logra de un solo plumazo; quizás encontremos el camino hacia nuevas reformas si los pasos que ahora estamos considerando activamente nos conducen a otros adelantos en nuevos terrenos.

El sistema monetario internacional es un concepto altamente complejo. Sus características en relación con los tipos de cambio, los activos de reserva y las normas de ajuste están íntimamente relacionadas y la mejora en un sector quizás apoye y exija mejoras en otros campos. Un mejor sistema puede contribuir a un funcionamiento más adecuado de la economía mundial. Pero, en conclusión, siempre debemos tener presente cuando centramos la atención en el sistema que la fría realidad es la siguiente: por muy bien que se conciba, ningún sistema producirá resultados satisfactorios si faltan medidas de política sensatas, muy en particular, aquellas que tomen los más importantes países.

Palabras de clausura

William McChesney Martin

ESTOY SEGURO de que ustedes coincidirán conmigo en que ha sido una de las reuniones más útiles y constructivas que hemos celebrado. Cuando tengan la oportunidad de estudiar estos documentos comprobarán que hoy hemos examinado una serie de ideas muy estimulantes.

Nos sentimos muy honrados con la presencia del ministro de Hacienda de Yugoslavia, quien clausurará la reunión. Ha aceptado amablemente dirigirse a nosotros unos instantes. Deseamos transmitirle nuestro agradecimiento por los servicios y la ayuda que el Gobierno yugoslavo nos ha prestado. Es un placer presentarles al Honorable Petar Kostić, ministro de Hacienda de Yugoslavia.

Petar Kostić

SEÑORAS Y SEÑORES: Lamento el no haber podido estar presente durante toda esta muy importante reunión, pero estoy seguro de que sus deliberaciones resultarán muy útiles para ustedes, para las próximas Reuniones Anuales del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, y para todos nosotros, no sólo hoy y en los próximos días sino también en el futuro. En nombre de mi gobierno, les deseo una estancia muy agradable en Belgrado y todo género de venturas. Muchas gracias.

Datos biográficos

Arthur F. Burns es en la actualidad profesor residente del American Enterprise Institute y catedrático de la Universidad de Georgetown.

El Dr. Burns nació en Austria en 1904 y recibió diplomas de A.B., A.M. y Ph.D. por la Universidad de Columbia. Ocupó diversos cargos universitarios y gubernamentales antes de pasar a desempeñar la presidencia del Consejo de Asesores del Presidente de Estados Unidos en 1953. Entre estos cargos figuran el de profesor John Bates Clark de economía en la Universidad de Columbia y Presidente del National Bureau of Economic Research. En 1969-70 fue Consejero del Presidente de los Estados Unidos y durante el período de 1970-78 fue Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

El Dr. Burns ha sido galardonado con muchos premios y títulos honorarios. Es autor de varios libros, entre los cuales el de más reciente publicación se titula *Reflections of an Economic Policy Maker.*

Milutin Ćirović es profesor de economía monetaria en la Universidad de Belgrado, cargo que ocupa desde 1970.

El Dr. Ćirović nació en Yugoslavia en 1928 y estudió economía en la Universidad de Belgrado, se licenció en 1951 y se doctoró en 1957. Posteriormente, continuó sus estudios post-doctorales en la London School of Economics. Antes de ingresar como catedrático en la Facultad de Economía de la Universidad de Belgrado, el Dr. Ćirović ocupó cargos de economista en el Ministerio de Hacienda y en el Banco Nacional de Yugoslavia. Actualmente es miembro del Consejo de Estudios del Banco Nacional de Yugoslavia, del Consejo del Banco Nacional de Serbia y del Consejo de Asesores Económicos de Yugoslavia.

El Dr. Ćirović participa activamente en la publicación de la revista *Finansije* y es autor de varios libros sobre temas como dinero y

crédito y teoría del ajuste de la balanza de pagos. Próximamente publicará un libro sobre el sistema monetario internacional.

Jacques J. Polak es Asesor del Director Gerente del Fondo Monetario Internacional. Anteriormente, desempeñó el cargo de Consejero Económico del Fondo (mayo de 1966 a diciembre de 1979) y Director del Departamento de Estudios (junio de 1958 a diciembre de 1979).

Nacido en los Países Bajos en 1914, el señor Polak recibió títulos de M.A. y Ph.D. en economía por la Universidad de Amsterdam. Antes de ingresar en el personal del Fondo en 1947, desempeñó cargos en la Secretaría de la Sociedad de Naciones (1937–43), en la Embajada de los Países Bajos en Washington (1943–44) y en la Administración de Socorro y Rehabilitación de las Naciones Unidas (1944–46).

El señor Polak ha sido profesor de economía en la Johns Hopkins University de Baltimore (1949–50), y en la George Washington University de Washington, D.C. (1950–55). Es miembro de la Econometric Society, recibió un título *honoris causa* de la Universidad Erasmo de Rotterdam en 1972 y es miembro corresponsal de la Real Academia de Ciencias de los Países Bajos desde 1978. El señor Polak es autor del libro *An International Economic System* y, en colaboración con Jan Tinbergen, de *The Dynamics of Business Cycles* así como de multitud de artículos.

Fundación Per Jacobsson

Patrocinadores originarios

PRESIDENTES HONORARIOS: Eugene R. Black *(Estados Unidos);*
Marcus Wallenberg *(Suecia)*

PRESIDENTE FUNDADOR: W. Randolph Burgess *(Estados Unidos)*

Hermann J. Abs *(Alemania, Rep. Fed. de)*
Roger Auboin *(Francia)*
Wilfrid Baumgartner *(Francia)*
S. Clark Beise *(Estados Unidos)*
B. M. Birla *(India)*
Rudolf Brinckmann *(Alemania, Rep. Fed. de)*
Lord Cobbold, P.C. *(Reino Unido)*
Miguel Cuaderno *(Filipinas)*
R. v. Fieandt *(Finlandia)*
Maurice Frère *(Bélgica)*
E. C. Fussell *(Nueva Zelandia)*
Aly Gritly *(Egipto)*
Eugenio Gudin *(Brasil)*
Gottfried Haberler *(Estados Unidos)*
Viscount Harcourt, K.C.M.G., O.B.E. *(Reino Unido)*
Gabriel Hauge *(Estados Unidos)*
Carl Otto Henriques *(Dinamarca)*
M. W. Holtrop *(Países Bajos)*
Shigeo Horie *(Japón)*
Clarence E. Hunter *(Estados Unidos)*
H. V. R. Iengar *(India)*
Kaoru Inouye *(Japón)*
Albert E. Janssen *(Bélgica)*
Raffaele Mattioli *(Italia)*
J. J. McElligott *(Irlanda)*
Johan Melander *(Noruega)*
Donato Menichella *(Italia)*
Emmanuel Monick *(Francia)*
Jean Monnet *(Francia)*
Walter Muller *(Chile)*
Juan Pardo Heeren *(Perú)*
Federico Pinedo *(Argentina)*
Abdul Qadir *(Pakistán)*
Sven Raab *(Suecia)*
David Rockefeller *(Estados Unidos)*
Lord Salter, P.C., G.B.E., K.C.B. *(Reino Unido)*
Pierre-Paul Schweitzer *(Francia)*
Samuel Schweizer *(Suiza)*
Allan Sproul *(Estados Unidos)*
Wilhelm Teufenstein *(Austria)*
Graham Towers *(Canadá)*
Joseph H. Willits *(Estados Unidos)*

Junta Directiva

William McChesney Martin, *Presidente de la Junta*
Adolfo C. Diz
Wilfried Guth
J. de Larosière
René Larre
Pierre-Paul Schweitzer
Frank A. Southard, Jr.
Gengo Suzuki
Marcus Wallenberg
H. Johannes Witteveen

Cargos

Frank A. Southard, Jr., *Presidente*
Albert S. Gerstein, *Vicepresidente*
Gordon Williams, *Vicepresidente*
Joseph W. Lang, Jr., *Secretario*
Graham D. Perrett, *Tesorero*

Conferencias Per Jacobsson

1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria.* Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea); agotadas

1965 *El equilibrio entre la política monetaria y otros instrumentos de política económica de una sociedad moderna.* Conferencias pronunciadas por C. D. Deshmukh y Robert V. Roosa (Washington); agotadas

1966 *La función del banquero central en la actualidad.* Conferencia pronunciada por Louis Rasminsky. Comentarios de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg y Franz Aschinger (Roma); agotadas

1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios.* Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Rio de Janeiro); ediciones en francés e inglés agotadas

1968 *La banca central y la integración económica.* Conferencia pronunciada por M. W. Holtrop. Comentarios de Lord Cromer (Estocolmo); ediciones en francés e inglés agotadas

1969 *La función monetaria del oro en la próxima década.* Conferencia pronunciada por Alexandre Lamfalussy. Comentarios de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli y L. K. Jha (Washington)

1970 *¿Hacia un banco central mundial?* Conferencia pronunciada por William McChesney Martin, Comentarios de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez y Harry G. Johnson (Basilea); edición en inglés agotada

1971 *Movimientos internacionales de capital: Pasado, presente y futuro.* Conferencia pronunciada por Sir Eric Roll, K.C.M.G., C.B. Comentarios de Henry H. Fowler y Wilfried Guth (Washington)

1972 *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan.* Conferencia pronunciada por Henry C. Wallich. Comentarios de C. J. Morse e I. G. Patel (Washington)

1973 *La inflación y el sistema monetario internacional.* Conferencia pronunciada por Otmar Emminger. Comentarios de Adolfo Diz y János Fekete (Basilea)

1974 *Hacia un nuevo orden monetario internacional.* Conferencias pronunciadas por Conrad J. Oort y Puey Ungphakorn. Comentarios de Saburo Okita y William McChesney Martin (Tokio); edición en inglés agotada.

1975 *Nuevas modalidades públicas y privadas de pagos internacionales.* Conferencia pronunciada por Alfred Hayes. Comentarios de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré (Washington)

1976 *El porqué de la impopularidad de los bancos.* Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea); edición en español agotada

1977 *El sistema monetario internacional en funcionamiento.* Conferencias pronunciadas por Wilfried Guth y Sir Arthur Lewis (Washington)

1978 *El mercado internacional de capitales y el sistema monetario internacional.* Conferencias pronunciadas por Gabriel Hauge y Erik Hoffmeyer. Comentarios de Lord Roll of Ipsden, K.C.M.G., C.B. (Washington)

1979 *Tribulaciones de los bancos centrales.* Conferencia pronunciada por Arthur F. Burns. Comentarios de Milutin Ćirović y Jacques J. Polak (Belgrado)

Pueden obtenerse gratis ejemplares en español, francés e inglés de las conferencias de esta serie previa solicitud al Secretario, Fundación Per Jacobsson, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431. Todas las publicaciones agotadas pueden adquirirse en copias fotográficas o microfilme solicitándolas directamente a University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan, 48106, EE.UU. Los pedidos que se originen fuera de Estados Unidos, Canadá y América del Sur deberán enviarse a University Microfilms International, 18 Bedford Row, Londres, WC1R 4EJ, Inglaterra.