

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1980

# Reflexiones sobre el sistema monetario internacional

Guillaume Guindeg

Charles A. Coombs

Basilea, Suiza



## PROLOGO

La Conferencia Per Jacobsson de 1980 se pronunció el domingo 8 de junio, en Basilea, Suiza, en el salón de actos del Banco de Pagos Internacionales. La conferencia, titulada "Reflexiones sobre el sistema monetario internacional", estuvo a cargo de Guillaume Guindey, ex Gerente General del BPI. Charles A. Coombs, ex Vicepresidente Principal del Banco de la Reserva Federal de Nueva York ofreció algunos comentarios sobre el tema y sobre la conferencia pronunciada. William McChesney Martin, Presidente de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión, cuyas actas se presentan en esta publicación.

Las conferencias, que se celebran anualmente, son patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson. La Fundación se creó en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el objeto de promover el examen experto internacional de problemas actuales en el campo de los asuntos monetarios. El nombre de Per Jacobsson había estado vinculado al BPI durante casi un cuarto de siglo, antes de su nombramiento en el Fondo, y era indicado, por lo tanto, que la conferencia de este año se pronunciase en Basilea como parte de los actos de conmemoración del cincuentenario del BPI. La primera conferencia de la serie, pronunciada en 1964, también tuvo lugar en Basilea.

Estas conferencias se publican en español, francés e inglés, y la Fundación las distribuye gratuitamente. Gracias a la colaboración de otros organismos, algunas veces se publican versiones en otros idiomas. Las personas interesadas en obtener más información pueden dirigirse al Secretario de la Fundación.



# INDICE

	<i>Página</i>	
PALABRAS DE APERTURA		
William McChesney Martin .....	1	
Frank Vischer .....	1	
William McChesney Martin .....	3	
Guillaume Guindeg .....	3	
REFLEXIONES SOBRE EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL		
Guillaume Guindeg .....	5	
COMENTARIO		
Charles A. Coombs .....	18	
PREGUNTAS Y RESPUESTAS .....	23	
NOTAS BIOGRÁFICAS .....	25	
CONFERENCIAS PER JACOBSSON .....	26	
PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS .....		28



# Palabras de apertura

## William McChesney Martin

Ante todo quiero referirme al alto honor que significa para mí iniciar esta decimoséptima conferencia anual de la Fundación Per Jacobsson y me complace que uno de nuestros Presidentes Honorarios, Marcus Wallenberg, se halle hoy entre nosotros. Eugene Black, también Presidente Honorario, no ha podido venir pero nos envía sus saludos. También contamos con la presencia de nuestro Presidente, Frank Southard, cuya ayuda, en lo que se refiere a la organización de las tareas de esta Fundación, alcanza proporciones hercúleas. También tenemos entre nosotros a Erin Jucker-Fleetwood, la hija de Per Jacobsson. La biografía que ha escrito de Per Jacobsson, publicada el año pasado por la Universidad de Oxford ha recibido excelente acogida.

Hemos tenido un buen año y me complace informarles que la Fundación se halla en sólida situación financiera y está llevando a cabo las tareas proyectadas.

Además, hoy tenemos la suerte de contar con la presencia del Rector de la Universidad de Basilea. Esta es la quinta reunión que celebramos en Basilea y siempre hemos mantenido estrechas relaciones con la Universidad. Por lo tanto, me complace presentarles al Dr. Frank Vischer, Rector de la Universidad de Basilea.

## Frank Vischer

Señor Presidente, señoras y señores: Se solicita a menudo al rector de nuestra Universidad que pronuncie algunas palabras en reuniones como ésta. Pero los organismos que se dirigen a nosotros en general no están estrechamente relacionados con la Universidad y solamente se acuerdan de nuestra institución cuando necesitan que el rector

## 2 CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1980

pronuncie un discurso de bienvenida. Este no es el caso de hoy. Hoy no estoy cumpliendo con un deber, sino disfrutando de una gran satisfacción. Es con gran alegría y entusiasmo que inauguro la reunión y conferencia de este año de la Fundación Per Jacobsson y aprovecho la oportunidad para darles la bienvenida en nombre de nuestra Universidad y aplaudir la estrecha relación que la Universidad mantiene con el Banco de Pagos Internacionales.

El BPI celebra este año su quincuagésimo aniversario. Es un gran acontecimiento tanto para ustedes como para la ciudad de Basilea. Si a nuestra relativamente tranquila ciudad de Basilea llega una cierta brisa internacional y el nombre de Basilea se conoce fuera del *Regio Basiliensis*, se debe a nuestra industria, tal vez —al menos así lo espero— a nuestra Universidad y, sin lugar a dudas, al BPI, el único organismo internacional importante en nuestro cantón. La Universidad mantiene una estrecha relación con el BPI, especialmente las Facultades de Economía y Derecho. Esa relación se expresa de varias maneras: intercambios personales y cooperación mutua, generosas donaciones, y el interés que los profesores y estudiantes de nuestras Facultades de Economía y Derecho demuestran en las actividades del BPI. Nunca se dejan de tener en cuenta las opiniones del BPI sobre asuntos jurídicos y económicos, tanto a nivel nacional como internacional. El BPI constituye para mí, en cuanto jurista dedicado al derecho internacional, un importante objeto de estudio e interés ya que es uno de los pocos organismos de naturaleza verdaderamente internacional. Por lo tanto, agradezco a los funcionarios del BPI su continuo interés en la Universidad.

Es ésta la decimoséptima conferencia anual Per Jacobsson y la quinta que se celebra en Basilea. La última conferencia pronunciada en Basilea se tituló *El porqué de la impopularidad de los bancos* y estuvo a cargo de Guido Carli. Me temo que, al menos en Suiza, la popularidad de los bancos no ha prosperado desde entonces. Hoy, el Sr. Guillaume Guindey, ex Gerente General del BPI, nos ofrecerá algunas reflexiones sobre el sistema monetario internacional, el cual indudablemente continúa en desequilibrio y necesita en gran medida el apoyo de ustedes.

Corresponde aquí recordar a Per Jacobsson, en cuyo honor se celebra esta conferencia. Per Jacobsson dedicó su excepcional talento al BPI durante 24 años, antes de ser elegido Director Gerente y Presidente del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional en 1956. Por lo tanto, resulta particularmente oportuno que la conferencia Per Jacobsson de este año se lleve a cabo juntamente

con las celebraciones del cincuentenario del BPI, al cual siempre irá unido su nombre.

A continuación el señor Guindey pronunciará su conferencia, titulada "Reflexiones sobre el sistema monetario internacional". Estoy seguro de que el señor Guindey basará su presentación sobre todo en su gran experiencia en asuntos monetarios y en el enfoque pragmático que siempre ha sabido dar a los problemas vinculados con este campo. Luego, el señor Charles A. Coombs, ex Vicepresidente Principal del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, hará algunos comentarios sobre el tema. Como ustedes sabrán, el señor Coombs ha visitado Basilea regularmente durante 15 años hasta que se alejó de sus funciones en 1975. En 1976 publicó un libro titulado *The Arena of International Finance*. La obra, además de profundizar en la evolución de los mercados del oro y divisas en las décadas de los sesenta y los setenta, nos recuerda el estrecho vínculo que el señor Coombs ha mantenido con Basilea durante muchos años.

Una vez más, señoras y señores, les agradezco la atención prestada y, por tanto, la expresión de su simpatía hacia Basilea y la Universidad.

### **William McChesney Martin**

Muchas gracias, Dr. Vischer, por sus amables palabras de bienvenida.

A través de los años tuve la ocasión de conversar muchas veces con Per Jacobsson y recuerdo muy bien una de dichas charlas, que tuvo lugar no lejos de aquí, durante la cual trataba de explicarme ciertas cosas. Y recuerdo que, en resumen, llegamos a la conclusión de que, si bien puede imprimirse todo el dinero que se quiera, no así en el caso del capital. El capital se forma mediante el ahorro y la inversión. Nunca olvidaré sus palabras.

Durante varios años ha sido un honor para mi mantener excelentes relaciones con nuestro primer orador, y creo que todos conocemos sus grandes cualidades. El señor Guillaume Guindey.

### **Guillaume Guindey**

Muchas gracias, señor Presidente.

Ante todo quiero decir que considero un gran honor el haber sido invitado a pronunciar la conferencia de este año. Mi carrera ha sido

larga y una gran parte de ella se desarrolló en el Tesoro de mi país en aquella difícil época en que la estabilidad del Gobierno no era, para no decir algo peor, muy estable. A lo largo de los años he trabajado a las órdenes de varios ministros de Hacienda, más de diez, si mal no recuerdo. Todos ellos fueron muy diferentes. Finalmente, llegué a la conclusión de que se los podía separar en dos categorías. Estaban los ministros que solían llamarme por teléfono y decir: "Señor Guindey, necesito hablar con usted. ¿Podría subir a mi despacho?" Y estaban los que solían llamarme por teléfono y decir: "Señor Guindey, necesito hablar con usted. ¿Podría bajar a mi despacho?" Pero ninguno de ellos, ni siquiera uno, llegó jamás a darse cuenta de que yo no podía subir o bajar a sus despachos ya que el mío se hallaba en el mismo piso que el de ellos.

También le estoy muy agradecido, señor Presidente, por haber elegido a Charles Coombs para comentar mi conferencia. La elección no podía haber sido más acertada. Charles Coombs es un viejo y querido amigo. Cuando era Vicepresidente Principal del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, donde, a mi juicio, hizo un trabajo admirable, la colaboración entre nosotros fue muy agradable y, según creo, muy fructífera, de lo cual le estoy profundamente agradecido. La designación de Charles Coombs presenta, no obstante, un pequeño problema. Y es el siguiente: hace algunos años, como lo recordó exactamente el señor Rector, Charles Coombs escribió un libro excelente sobre asuntos monetarios internacionales y tuvo la amabilidad de enviármelo. Después de leerlo, le dije que creía poder coincidir en casi un cien por ciento con el contenido de su libro. Pocos años más tarde, me tocó a mí escribir un libro sobre prácticamente el mismo asunto. Le envié el libro y él luego me comentó que hasta ese momento no había tomado conciencia de cuánto se asemejaba nuestra manera de pensar. Por eso, cuando me enteré de que él sería el comentarista, temí que no hubiese suficiente sustancia para alimentar una amistosa disputa y un debate animado. Para evitar que esto suceda, presentaré deliberadamente algunas ideas con las cuales él podría estar en desacuerdo. Ya veremos qué sucede.

# Reflexiones sobre el sistema monetario internacional

Guillaume Guindeg

Hoy en día frecuentemente se declara que hace falta enmendar y reformar el sistema monetario internacional y que, como sistema, ya ni siquiera es digno de ese nombre. A mi juicio, esas críticas son exageradas. Quizás en cierta medida estemos hablando de un estado de cosas, no de un sistema en el verdadero sentido de la palabra, pero la distinción carece de importancia. Trátese de un sistema o de un estado de cosas (yo preferiría seguir llamándolo sistema) y teniendo presentes las condiciones reinantes en el mundo, la organización actual me parece bastante adecuada. Desde luego, encierra defectos y se puede mejorar, aspecto al que voy a referirme dentro de breves instantes. Con todo, el sistema actual presenta algunas ventajas y desearía iniciar esta disertación haciendo hincapié en ellas.

\* \* \*

Uno a menudo oye decir que el Fondo Monetario Internacional, que es la médula del sistema, ya no tiene la suficiente autoridad sobre los países miembros. Es verdad que los países miembros, por lo general, ya no necesitan el acuerdo del Fondo para modificar la paridad de sus monedas. También es cierto que la abundancia de liquidez internacional les permite, hasta cierto punto, obtener créditos externos sin tener que recurrir al Fondo. Pero el Fondo tiene otras posibilidades de acción. Gracias a sus relaciones permanentes con todos los países miembros y al prestigio de sus funcionarios, puede ejercer una influencia que es todavía más eficaz por el hecho de ser discreta. Lo curioso es que tendemos a pasar por alto las cosas que los países miembros podrían sentirse tentados de hacer (y que algunos probablemente harían) si el Fondo no existiese. Permítanme que les relate una anécdota que me gusta mucho, un

episodio sobre duchas. En el pequeño pueblo francés de Normandía en el que nací, no había duchas para los niños de la escuela primaria (esto sucedía a principios de siglo) y los niños estaban muy sucios. Un benefactor generoso hizo instalar duchas en la escuela y se encargó a una mujer del pueblo del aseo de los niños. Ante la sorpresa general, los niños comenzaron a llegar a la escuela muy limpios y sin necesidad de ducharse. Lo que había sucedido es que las madres, sabiendo que otra mujer del pueblo iba a examinar a sus hijos, habían decidido bañarlos en casa. A mi juicio, lo mismo ocurre con la higiene financiera de un gran número de países, que ahora es más saludable que si el Fondo no existiese. Además, cabe señalar que lo probable es que el Fondo —así como el Banco Mundial— tengan que aumentar sus actividades de préstamo en los próximos años, lo cual reforzará la influencia de las instituciones de Bretton Woods.

También se oye decir que ahora hay otros muchos foros de cooperación monetaria además del Fondo, lo cual produce la fragmentación del Fondo y el debilitamiento del sistema. Estimo que esa opinión es demasiado simplista e inexacta.

Desde luego, nada más lejos de la verdad en lo que hace al Banco de Pagos Internacionales (BPI), que nos acoge hoy aquí para celebrar su quincuagésimo aniversario. La existencia de un organismo especial de cooperación entre los bancos centrales corresponde al orden natural de las cosas y es muy difícil imaginar relaciones más cordiales que las que reinan entre el Fondo y el BPI. Cuando en 1956 el Fondo estaba a la búsqueda de nuevo director gerente, el Directorio Ejecutivo nombró a Per Jacobsson, a la sazón Asesor Económico del BPI. En 1963, cuando el BPI, a su vez, buscaba nuevo gerente general, eligió a Gabriel Ferras, quien entonces ocupaba el cargo de director de uno de los departamentos más importantes del Fondo. De paso, desearía aprovechar esta oportunidad para rendir homenaje a la memoria de estos hombres, a quienes el Fondo y el BPI deben tanto y que eran ambos entrañables amigos míos. Asimismo, deseo señalar que una de las características del BPI es su tradición de flexibilidad y pragmatismo, que, a mi juicio, son dos de los elementos más importantes del actual sistema monetario internacional.

Es muy cierto que el tema del dinero se debate hoy en una serie de foros que reúnen sólo a un número limitado de países. Por un lado, se celebran debates en el seno de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Por otro lado, está

el Sistema Monetario Europeo. Ocasionalmente un pequeño número de países importantes se reúnen para conversar. Existe asimismo una especie de acuerdo tácito entre los bancos centrales que pertenecen al grupo de Basilea en lo que hace a la coordinación de sus intervenciones en el mercado de divisas, especialmente entre el Sistema de la Reserva Federal, el Banco Federal Alemán, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón. Pero lo probable es que todos estos arreglos faciliten la solución de los problemas específicos que resultan de las situaciones especiales de los países y de las relaciones establecidas entre ellos. A toda la comunidad internacional le interesa que estos enredados problemas se resuelvan de la mejor manera posible. El Fondo siempre está en condiciones de asegurarse de que esas instituciones no adoptan medidas que se opongan a sus objetivos fundamentales. A mi juicio, la situación refleja un realismo del que deberíamos sentirnos agradecidos.

A veces se aduce que nuestro sistema crea situaciones insatisfactorias y presenta una asimetría desafortunada. ¿Por qué razón Suiza no es miembro del Fondo cuando desempeña una función importante en el campo monetario internacional? ¿Por qué Gran Bretaña, que es miembro del Sistema Monetario Europeo, no está sujeta a las mismas obligaciones que los demás países miembros en lo relativo al tipo de cambio?

Yo contestaría que en estos casos nos encontramos ante situaciones de hecho, que no se trata de nada trágico y que tenemos que aceptarlo. Así funciona el sistema. Es indudable que las autoridades suizas y británicas tienen motivos para proceder de esa forma. Además, se ha hallado la forma de resolver las dificultades que ello acarrea. El sistema ofrece a Suiza otras oportunidades de cooperar muy eficazmente en la OCDE, el BPI, el Grupo de los Diez y los acuerdos entre bancos centrales. Gran Bretaña acepta las demás obligaciones inherentes a su participación en el Sistema Monetario Europeo y el Banco de Inglaterra se las arregla para colaborar armoniosamente con los bancos centrales de los demás países del sistema.

También se arguye a veces que el sistema actual es un híbrido de origen dudoso, ya que muchos países, incluido Estados Unidos, han adoptado un sistema de tipos de cambio flotantes, mientras que un grupo importante, el de los países del mercado común europeo, ha elegido un mecanismo de tipos de cambio fijos, por lo menos dentro del grupo. En este caso también, me parece que la realidad es mejor que las apariencias. Afortunadamente, las ideas y políticas relaciona-

das con los tipos de cambio flotantes han evolucionado mucho durante los últimos años. Nuestros amigos de Estados Unidos, especialmente, se han convencido de que les conviene vigilar de cerca el comportamiento de su moneda en el mercado de divisas y evitar fluctuaciones erráticas que puedan aumentar el riesgo inflacionista en Estados Unidos. Mientras tanto, los países miembros del Sistema Monetario Europeo han demostrado que pueden ponerse de acuerdo para ajustar la relación de paridad entre sus monedas cuando hace falta. Por consiguiente, la evolución que ha seguido nuestro sistema tiende a reducir las diferencias que de hecho existen entre los tipos flotantes y las paridades fijas, pero ajustables. Mi amigo, el doctor Emminger, podría aquí recordarnos su famosa pregunta: "¿La cebra es un animal negro con rayas blancas o un animal blanco con rayas negras?".

Desearía terminar esta defensa de nuestro sistema refiriéndome a la sutileza con que se ha manejado el problema del oro. No hay otra cuestión más delicada que ésta. Efectivamente, no hay nada más difícil de resolver que una polémica de orden teológico. Y en lo que se refiere al oro, tenemos entre manos una auténtica guerra teológica entre los que piensan que es esencial eliminar toda participación del oro y toda referencia al mismo en los acuerdos monetarios internacionales y los que piensan como yo —lo admito de buen grado— que el oro está destinado a desempeñar una función importante debido a ciertas cualidades irremplazables. La polémica ha originado un problema casi insoluble, pero en cierta medida nuestro sistema ha podido resolverlo muy elegantemente: se adoptó la decisión de hablar del oro como si fuese granos de café o terrones de azúcar. Al mismo tiempo, los países que antes prohibían que sus ciudadanos comprasen oro porque se trataba de un metal reservado para uso de los bancos centrales, ya no tenían ninguna razón para impedirlo. Los estadounidenses, en especial, adquirieron el derecho de comprar oro libremente y no titubearon en hacerlo. Por consiguiente, los tenedores de dólares gozaron de la opción de convertir sus activos en oro al igual que los tenedores de francos suizos o francos franceses. Cabe decir que todas las monedas principales y en especial el dólar, ahora pueden convertirse en oro, aunque a un tipo de cambio flotante. Los adversarios y los partidarios del oro difieren en lo siguiente: los primeros consideran que ese tipo de cambio flotante no tiene sentido mientras que los últimos opinan que sí lo tiene. ¿Son numerosos los partidarios? A juzgar por el espacio que la prensa dedica a las fluctuaciones del precio del oro, deben serlo.

La evolución de nuestro sistema permitió otra mejora en lo relativo al oro. Al suprimirse del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional toda referencia al precio oficial del oro, los bancos centrales volvieron a poder elegir el método de contabilizar sus reservas de oro. Muchos de los principales bancos centrales habían retenido o acumulado cantidades considerables del metal y algunos calculan ahora el valor de esas tenencias sobre la base de los precios del mercado. En consecuencia, se han registrado aumentos sustanciales en los balances de dichos bancos y en sus reservas. El Gobierno de Estados Unidos no ha seguido la corriente, pero hay mucha gente en el mundo que se ha tomado la molestia de calcular el valor actual en dólares de los activos en oro de Estados Unidos.

Algunos dirán que no eran éstas las consecuencias previstas ni deseadas por los que propugnaron la enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo que, en realidad, es lo que desencadenó la situación que he descrito. Yo diría que intervino la famosa mano invisible de Adam Smith, que maneja misteriosamente las cosas, y algunos espíritus traviesos podrían interpretar los resultados como una demostración de que esa mano existe verdaderamente.

Nuestro sistema monetario es flexible, realista y pragmático y, por su naturaleza misma, tiene otra cualidad: está en evolución continua y, por consiguiente, puede adaptarse fácilmente si las circunstancias lo exigen. Como mucho depende de la forma en que se lo aplica y de las normas adoptadas por las autoridades monetarias, más que de los tratados ratificados por los órganos legislativos, no es muy difícil ajustar el sistema (o parte del mismo, por lo menos) siempre que las autoridades monetarias estén dispuestas a hacerlo.

\* \* \*

Algunos se preguntarán cómo es posible entonces que la situación financiera internacional sea tan insatisfactoria, confusa e inquietante, si el sistema es tan bueno y si hay tanta cooperación entre las autoridades de los países más importantes. Si bien, en el fondo, no puede culparse al sistema de la inflación interna ni de las exigencias de los países exportadores de petróleo, éste debe asumir la responsabilidad que le toca. Tiene que haber una forma de mejorarlo y, especialmente, de lograr que sea más eficaz en la lucha contra la inflación mundial. Desde este punto de vista, ¿cuáles son las mejoras que podemos recomendar hoy?

Me limitaré a ofrecer algunos comentarios al respecto y, por diversas razones, evitaré ciertas cuestiones principales. La inflación, uno de los problemas candentes, fue el tema de la conferencia que dio Arthur Burns en la Fundación Per Jacobsson el año pasado en Belgrado, y fue tan elocuente que no queda mucho por decir. En lo que se refiere a las euromonedas, especialmente a la medida en que la existencia de ese mercado genera inflación mundial y al tipo de supervisión que podría ejercerse, el tema es tan complejo que me es difícil añadir algo a la labor realizada durante años por los expertos más calificados, y casi imposible indicar mis preferencias al respecto. En lo que se refiere a las diversas recomendaciones sobre enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo y ratificación por parte de las legislaturas nacionales, el tema presenta una serie de ramificaciones jurídicas y políticas que están completamente fuera de mi jurisdicción.

Por consiguiente, recogeré velas y voy a referirme a ciertas ideas preconcebidas, o dogmas, que a veces tienen repercusiones negativas en nuestro sistema.

Al leer los discursos de varios rectores de la política económica de varios países, he notado que hay algo que se repite persistentemente, a saber, que en vista de que la inestabilidad de las relaciones de paridad crea diferencias entre las diversas tasas internas de inflación, los países que registren una tasa de inflación elevada deben reducirla y los que tengan una tasa baja deben permitir que ésta aumente, con lo que todos nos encontraremos en mejores condiciones. Como han dicho nuestros colegas del Banco Federal Alemán desde hace mucho tiempo, la idea es desastrosa. En primer lugar no se ajusta a la realidad porque, en general, los países que se están deslizando por la pendiente inflacionaria no están en condiciones de controlar la velocidad. También es peligrosa, ya que los pocos refugios de inflación moderada que todavía existen en el mundo son los salvavidas de los que los demás países podrían tratar de asirse para frenar su propia caída. Evidentemente, los países superavitarios tienen obligaciones frente a los deficitarios y quizá deban concederles préstamos y adelantos, pero nunca les incumbe la obligación de empeorar su propia situación. Sin embargo, esta idea equivocada continúa obsesionando a alguna gente y convendría erradicarla.

Lo que me lleva a mi segundo comentario.

Hace unos doce años aproximadamente, en 1966 ó 1967, tuve el privilegio de formar parte de un grupo de trabajo creado por la

OCDE para estudiar la forma de usar más activamente la política fiscal como instrumento de política económica. El grupo, presidido primero por el doctor Zijlstra y luego por el señor Walter Heller, preparó un informe en el que se incluían algunas recomendaciones. Originalmente, el grupo se creó al recibirse la información de que algunos países habían utilizado medidas monetarias con fines de política económica en condiciones que plantearon problemas muy graves para los países que comerciaban con ellos. Por esta razón, se estimó que convendría que los países que encarasen problemas económicos utilizaran en mayor grado otros instrumentos que no fuesen los de tipo monetario —principalmente medidas de política fiscal— y que si recurriesen a estas últimas lo hiciesen con la mayor cautela, prestando la debida atención a las repercusiones que pudieran producirse en otras economías.

Al reflexionar sobre lo que ha sucedido en el panorama monetario internacional en los últimos meses, tengo la impresión de que no hemos aprovechado las lecciones que recibimos. Es verdad que, debido a los obstáculos políticos que entorpecen la aplicación de una política fiscal severa, en gran medida la lucha contra la inflación recae naturalmente en los bancos centrales y los administradores de la política monetaria. Sin embargo, es un error pensar que de esta forma pueden obtenerse resultados perdurables. Ya nadie se acuerda del informe del Comité Heller, que ha seguido la misma suerte de otros informes similares. ¿No sería útil, acaso, reavivar las ideas que inspiraron la labor del comité?

Sin duda debemos rendir homenaje a las autoridades monetarias de Estados Unidos que, a fines de 1979 y principios de 1980, valiente y enérgicamente decidieron emplear todas las armas de que disponían en su lucha contra la inflación para restringir la disponibilidad de crédito. Esperamos que la política iniciada se vea por último coronada por el éxito. Sin embargo, la prima de la que disfruta el dólar, debido al aumento de los tipos de interés en Estados Unidos, que ha reforzado considerablemente su situación en el mercado de divisas, reviste carácter temporal, ya que no se ha subsanado la vulnerabilidad básica del dólar. Pasaré ahora a referirme a esta cuestión más extensamente.

La vulnerabilidad del dólar puede atribuirse en parte al ritmo de disminución de su poder adquisitivo interno, que amenaza con provocar una disminución gradual del valor del dólar frente a monedas como el franco suizo o el marco alemán, que tienen un poder adquisitivo más dinámico. Sin embargo, a mi juicio, la

vulnerabilidad del dólar se ha agravado innecesariamente debido a ciertas ideas discutibles.

Una de ellas es una evaluación demasiado pesimista de la situación de pagos de Estados Unidos.

Si examinamos la balanza de pagos de Estados Unidos desde 1960, veremos que ha sido deficitaria durante 18 de los 20 años transcurridos. La balanza de pagos en cuenta corriente ha acusado déficit en sólo nueve de esos veinte años, mientras que la posición en cuenta de capital ha sido deficitaria todos los años, menos dos. También observamos que el saldo de los déficit y superávit en cuenta corriente durante esas dos décadas arroja un déficit neto de sólo aproximadamente una sexta parte del déficit global de balanza de pagos correspondiente al mismo período. Las cinco sextas partes restantes corresponden al déficit acumulativo en cuenta de capital. Además, también debe tenerse en cuenta que los datos publicados de balanza en cuenta corriente estaban algo subvaluados hasta hace muy poco, debido a que la renta de la inversión externa reinvertida fuera de Estados Unidos no figuraba como entrada en la balanza en cuenta corriente.

Estos cálculos son aproximados, pero, sin embargo, son de interés, ya que demuestran que la posición externa de Estados Unidos es más fuerte que lo que se sostiene en los círculos internacionales.

La parte de los famosos saldos en dólares, producto de los déficit en cuenta corriente acumulados por Estados Unidos en el pasado y que, por consiguiente, corresponden a una pérdida neta importante, resulta no ser demasiado grande. Si se compara ese déficit con los activos líquidos mantenidos por Estados Unidos en forma de reservas de oro, cabría decir que esos pasivos son insignificantes.

La mayor parte de los saldos en dólares tienen su origen en los déficit acusados en cuenta de capital, es decir, se deben a que la salida de capital de Estados Unidos es mayor que la entrada. Estos saldos en dólares tienen su contrapartida en inversiones estadounidenses en el exterior o en préstamos a otros países. Debe haber habido algunas pérdidas relacionadas con dichas inversiones o préstamos, pero también algunas ganancias de capital provenientes de inversiones y específicamente ganancias debidas a las variaciones del tipo de cambio.

Así pues, Estados Unidos se encuentra en la situación de una empresa poderosa y rica, cuyo balance indica considerables activos netos y una posición a todas luces solvente, pero que ha financiado

inversiones con cargo a préstamos obtenidos a corto plazo. La situación produce inevitablemente problemas de liquidez. Las dificultades que acarrea son graves, pero no trágicas. Por su carácter, pueden resolverse fácilmente si los acreedores principales y el propio país deudor cooperan. Repito, los acreedores y el país deudor.

Las consecuencias de acontecimientos fortuitos de carácter económico o político, que rápidamente desencadenan la especulación, repercuten inevitablemente en este gran excedente de dólares en manos de extranjeros. La vulnerabilidad de la principal moneda mundial es un factor de inestabilidad para el mundo entero. Sin embargo, si bien convendría controlar las fluctuaciones del dólar, en un sistema de tipos de cambio flotantes no sería lógico resistir los movimientos debidos a la fluctuación de la relación de paridad entre poderes adquisitivos. Este es el delicado problema que deben resolver las autoridades monetarias.

Es mucho lo que se ha logrado al respecto, especialmente porque el Gobierno de Estados Unidos demostró en dos ocasiones, en el otoño de 1978 y en 1979, que se interesaba verdaderamente en el tipo de cambio del dólar y en defenderlo mediante acuerdos de cooperación entre bancos centrales.

Sin embargo, todavía persiste un equívoco con respecto a las características exactas de dicha cooperación. Sigue existiendo la impresión de que, en caso de una crisis, el Sistema de la Reserva Federal sólo estaría dispuesto a realizar parte de la labor, y esperaría que ciertos bancos centrales extranjeros hiciesen la suya comprando dólares. Como los bancos centrales extranjeros corren un riesgo de cambio cuando compran dólares para respaldar la moneda de Estados Unidos, los mercados no pueden dejar de preguntarse si los fondos disponibles alcanzarán para defender al dólar.

Efectivamente, cuando la moneda de un país tiende a depreciarse en relación con todas las demás monedas principales, incumbe a las autoridades monetarias de ese país —y exclusivamente a ellas— intervenir según sea necesario en el mercado de divisas, ya sea directamente o por conducto de otras instituciones que actúen en su nombre. A menudo se necesita la asistencia financiera de otros bancos centrales, pero el procedimiento normal debe limitarse a que cada banco central preste su propia moneda al banco central del país cuya moneda esté en peligro. Estos préstamos en moneda extranjera tienen la gran ventaja de no forzar a los bancos centrales a correr riesgos cambiarios.

Si este principio se adoptase claramente como base de la cooperación entre las autoridades monetarias de Estados Unidos y de otros países, todos sabrían que Estados Unidos contaría desde el principio, casi con toda certeza, con el pleno apoyo imprescindible de los demás bancos centrales, ya que el respaldo ofrecido nunca entrañaría riesgos cambiarios. El dólar seguiría siendo una moneda flotante, pero no tan vulnerable ante posibles ataques especulativos.

Sin embargo, al llegar a este punto nos tropezamos con otro prejuicio muy importante.

Algunos quizá reaccionen diciendo que esta idea no es realista, ya que obtener préstamos en monedas distintas del dólar significaría seguir una política que es contraria a la doctrina financiera de Estados Unidos. Si yo replicase con el ejemplo de los bonos Roosa, de los créditos recíprocos concertados con ciertos bancos centrales y de la emisión de los bonos Carter en Alemania y Suiza, se me señalaría que se trata de transacciones excepcionales que involucran cantidades pequeñas de dinero en comparación con las tenencias globales de dólares de los bancos centrales extranjeros.

Personalmente, he podido comprobar que nunca debe abandonarse la esperanza de que, por último, el sentido común triunfe en Estados Unidos. A mi juicio, los que niegan el concepto de deudas externas denominadas en otras monedas que no sean el dólar, salvo en casos excepcionales, están adoptando una postura contraria al sentido común. Desearía ilustrar lo que quiero decir con un ejemplo.

Si el Banco Nacional de Suiza contrae una deuda con el Banco Federal Alemán, la deuda forzosamente tendrá que estar denominada en marcos alemanes o francos suizos (dejando de lado, en aras de la sencillez, la posibilidad de que la deuda se denomine en otra moneda). Si la deuda se denomina en marcos alemanes, el Banco Nacional de Suiza corre un riesgo cambiario; si se denomina en francos suizos, es el Banco Federal Alemán el que corre con el riesgo. Inevitablemente, uno de los dos bancos correrá con el riesgo, de forma que hay que decidir por uno u otro. Se nos ofrecen tres soluciones. El riesgo puede correrlo exclusivamente el deudor, tanto el deudor como el acreedor (por ejemplo, denominando la mitad de la deuda en marcos alemanes y la mitad en francos suizos) o solamente el acreedor. Me parece que puede argüirse a favor de una u otra de las dos primeras soluciones. A mi juicio, no puede pretenderse que el acreedor sea el único que corra el riesgo, pues ello equivale a que el valor del derecho en su poder dependa por entero de la decisión unilateral que adopte el deudor.

Este razonamiento quizá sea demasiado simplista pero, sin embargo, me parece correcto. Si llevásemos el planteamiento a su conclusión lógica, aproximadamente la mitad de las deudas de Estados Unidos con los bancos centrales extranjeros debería ser del tipo de bonos Roosa o de créditos recíprocos. Obviamente, estamos muy lejos de eso y yo no recomendaría que llegásemos a tales extremos.

A mi juicio, si las autoridades de Estados Unidos adoptasen una postura más liberal con respecto al concepto de deudas denominadas en monedas que no sean el dólar, podrían obtenerse los siguientes beneficios:

—Los países que, preocupados por la evolución seguida por el tipo de cambio del dólar, desean diversificar sus reservas adquiriendo otras monedas, colocan a países como Alemania y Suiza en una situación difícil, pues estos dos países se ven obligados a entregar marcos alemanes y francos suizos cuando compran dólares. Si Alemania y Suiza, dentro de límites razonables, pudiesen convertir los dólares adquiridos de esa manera por títulos contra Estados Unidos denominados en marcos alemanes o francos suizos, se aliviarían enormemente estas dificultades.

—Podrían estudiarse otras medidas. Cabría considerar la posibilidad de concertar acuerdos ad hoc entre bancos centrales en virtud de los cuales todo aquel que, en ejercicio de sus derechos, deseara diversificar sus reservas —principalmente aquellos que respaldaron activamente el dólar en el pasado— podría comprar bonos Roosa, denominados en otras monedas, directamente al Sistema de la Reserva Federal. Esto contribuiría a disminuir el excedente de dólares que actualmente constituye una carga para el mercado.

Puede aducirse que esto llevaría a que los bancos centrales se presentasen en aluvión a convertir sus dólares por bonos de tipo Roosa. Estoy convencido de que esto no sucedería en absoluto. Por una parte, dichos bonos devengarían un interés mucho más bajo que el de los activos en dólares. Por la otra, los bancos centrales saben que, aparte de las consecuencias de la disminución del poder adquisitivo interno del dólar, la posición externa de la divisa estadounidense es en realidad muy fuerte.

También puede plantearse la objeción de que si el Sistema de la Reserva Federal tuviese deudas en otras monedas con bancos centrales extranjeros, ello constituiría un precedente peligroso y que otros muchos tenedores de títulos en dólares en el mundo podrían invocarlo para solicitar la conversión de sus títulos en otras

monedas. Esto puede refutarse señalando que cuando el dólar era convertible en oro, sólo los activos de los bancos centrales extranjeros eran convertibles y que nunca nadie sostuvo que se debían convertir en oro todos los dólares en manos de extranjeros. Además, la convertibilidad en oro de los dólares en manos de los bancos centrales extranjeros bastaba para garantizar la paridad del dólar frente al oro. Asimismo, estimo que si se diese a los bancos centrales extranjeros la opción de comprar bonos Roosa, aunque fuese en escala limitada y sobre la base del tipo de cambio flotante del dólar, se acrecentaría la confianza de todos los tenedores de dólares del mundo.

Finalmente, podría plantearse una objeción, al parecer terminante, a mi punto de vista, y es la siguiente, que las deudas denominadas en monedas distintas del dólar suponen, por definición, un riesgo cambiario para el Tesoro de Estados Unidos y, por ende, para el contribuyente estadounidense, por lo que sería imposible lograr que el Congreso de Estados Unidos aprobase los fondos necesarios para cubrir esas pérdidas. Ese razonamiento pasa por alto el hecho de que al aumentar el precio del oro el Tesoro de Estados Unidos ha obtenido enormes ganancias de capital en dólares que bastan para compensar con creces las pérdidas cambiarias, de índole contingente, que podría sufrir debido a deudas contraídas en otras monedas.

Para resumir, me parece que, además de los tres activos de reserva (el dólar, algunas otras monedas y el DEG) en realidad hay otro activo, los títulos sobre el Sistema de la Reserva Federal (o quizá sobre otro banco central) denominados en una moneda que no sea la del deudor.

Para terminar mis comentarios sobre la vulnerabilidad del dólar, quiero señalar que, además de la vulnerabilidad intrínseca del dólar, que es consecuencia lamentable de la inflación interna de Estados Unidos, tenemos una vulnerabilidad artificial que se debería poder resolver con facilidad. En otras palabras, considero que, en cierta medida, la debilidad del dólar es ilusoria.

\* \* \*

En lo que se refiere al sistema monetario internacional en general, los propios gobiernos deben reflexionar sobre la conveniencia de modificar nuevamente el convenio de Bretton Woods. Sin embargo, hasta que lleguen a un acuerdo sobre este aspecto y logren la aprobación legislativa necesaria, es importante reconocer

que vivimos dentro de un orden viable que, si bien imperfecto, presenta muchas características positivas y podría ser más eficaz, especialmente si se corrigiesen algunas opiniones que son discutibles. Me he tomado la libertad de indicar varias de las ideas preconcebidas y de los prejuicios que valdría la pena reexaminar.

Quizá porque he tenido el honor de ser Gerente General del Banco de Pagos Internacionales y de pasar unos años muy gratos en Basilea, me inclino a pensar que todavía no hemos llegado al límite de lo que puede alcanzarse mediante arreglos empíricos concertados entre bancos centrales. Sin duda, los bancos centrales han hecho mucho en el pasado y siguen ese mismo camino hoy día. También es verdad que, en la lucha contra la inflación interna, el alcance de sus medidas se detiene pasado un cierto punto ya que en estos casos la tarea fundamental recae en los gobiernos. Sin embargo, no debe olvidarse ningún elemento que pueda reforzar las posibilidades de acción de los bancos centrales. Nada que pueda contribuir a reducir la volatilidad de los mercados, reforzar la confianza en todas las monedas y acrecentar el aporte del sistema monetario internacional a la lucha contra la inflación mundial debe descuidarse.

---

SR. MARTIN: Creo que todos estamos de acuerdo en que el señor Guillaume Guindey ha estado muy ponderado en su ponencia y en que ha hecho observaciones sobre las cuales querremos reflexionar.

Nuestro comentador, Charles Coombs, ha visitado el BPI más que ningún otro estadounidense y puedo decirles, sin temor a equivocarme, que durante los diez años que pasé en la Reserva Federal recurrimos a él más que a ninguna otra persona para comprender lo que estaba sucediendo en el BPI y conocer el criterio del Banco. Si bien no siempre estuvimos de acuerdo con él, sus comentarios fueron invariablemente muy beneficiosos. El señor Charles Coombs.

# Comentario

Charles A. Coombs

Señoras y señores: Me siento muy honrado de encontrarme entre ustedes y me complace especialmente compartir esta tribuna con mi viejo amigo Guillaume Guindeg.

Su conferencia, plena de sentido práctico y de mesurada inteligencia, ennoblecida por la cortesía diplomática que le caracteriza, terminó con algunas recomendaciones interesantes destinadas a estabilizar un sistema financiero mundial algo precario.

El sentido general de sus recomendaciones es que Estados Unidos puede y debe hacer mucho más para proporcionar garantías cambiarias mediante créditos recíprocos con la Reserva Federal, bonos Roosa (y también bonos Carter, supongo) a fin de financiar la intervención en el mercado en defensa del dólar. En términos más específicos, le parece alentadora la firme intervención de la Reserva Federal en los mercados de divisas desde fines de 1978, que se ha financiado principalmente con mecanismos crediticios como las líneas de créditos recíprocos, proporcionando automáticamente una garantía cambiaria parcial o completa al país acreedor. Pero nos plantea el siguiente interrogante: ¿por qué no se amplían dichas garantías cambiarias para incluir también el respaldo de las compras en apoyo del dólar efectuadas directamente por un banco central extranjero en su propio mercado?

Debo confesar que estas ideas me ponen nostálgico, ya que pasé la mayor parte de los años sesenta negociando la creación y operación de la red de créditos recíprocos de la Reserva Federal y colocando muchos bonos Roosa en los bancos centrales europeos. Recuerdo que en 1962 iniciamos una línea de crédito recíproco con el Banco de Francia de \$50 millones. Dieciocho años más tarde, la red de créditos recíprocos de la Reserva Federal ha aumentado hasta llegar a los \$30.000 millones. En aquella época, cuando sentamos las bases de la red de créditos recíprocos, tuve la suerte de contar con el apoyo

cordial del señor Guindey, y me alegra comprobar que continuamos pensando más o menos de la misma manera.

Desgraciadamente, en la década de los ochenta, vivimos en un mundo muy distinto del de veinte años antes, debido en parte a las lamentables consecuencias de la doctrina de "desatención benévola" que surgió en los años setenta. En la década de los sesenta, cuando la mayor parte de las transacciones en divisas se realizaba en Europa, en comparación con Nueva York y el Lejano Oriente, la mayoría de las garantías cambiarias proporcionadas por la Reserva Federal y el Tesoro tenían, efectivamente, su origen en las operaciones de apoyo del dólar realizadas por los bancos centrales europeos en sus propios mercados y no en la intervención directa de la Reserva Federal en el mercado de divisas de Nueva York. Los bancos centrales europeos compraban dólares y, a solicitud de ellos, nosotros los cubríamos girando contra las líneas de crédito recíproco. En realidad, el procedimiento era muy similar al que propone ahora el señor Guindey.

En aquel entonces, sin embargo, existía una relación de paridad oficial entre el dólar y las monedas europeas y el yen, de manera que lo mismo daba que las garantías de tipo de cambio del dólar tuvieran su origen en la intervención de la Reserva Federal o de los bancos centrales extranjeros en apoyo del dólar en los mercados de divisas, ya que el objeto de ambas operaciones era mantener al dólar dentro de una banda prescrita y relativamente estrecha.

Ahora, como ya no existe la paridad oficial del dólar, el problema de la intervención para defenderlo y el de las garantías cambiarias adecuadas como resultado de esa intervención son mucho más complicados. Mientras Estados Unidos no se comprometa a mantener una paridad oficial, una paridad de hecho o siquiera un tipo de cambio meta, me temo que se levantan ciertos obstáculos prácticos que impiden retornar al procedimiento de garantía cambiaria empleado en la década de los sesenta. Mientras las autoridades de Estados Unidos permitan una amplia gama de fluctuación en el tipo de cambio del dólar, supongo que desearán que las decisiones importantes sobre intervención y garantías cambiarias estén en gran medida en sus propias manos, sujetas a una revisión constante de hora en hora si no de minuto en minuto. Por supuesto, ello no impide que se concierten acuerdos ad hoc en virtud de los cuales la Reserva Federal solicite de un banco central extranjero que compre dólares en apoyo de un cierto nivel del tipo de cambio, en el entendido de que esa compra de dólares sería absorbida a continua-

ción por la Reserva Federal mediante un giro contra la línea de crédito recíproco y la consiguiente concesión de una garantía cambiaria.

Considero que esta situación de inestabilidad constante de los tipos de cambio es lamentable. Sólo puedo confiar en que la situación mundial se estabilice y en que una mejor gestión financiera nos permita —y también fomente— el volver a tipos de cambio razonablemente estables entre el dólar, el marco alemán, el franco suizo y el yen. A mi juicio, las garantías cambiarias en una escala de esa magnitud exigen que se concierte anteriormente un acuerdo oficial sobre los tipos de cambio que han de defenderse mediante dichas garantías. Por mi parte, me conformaría con un sistema que fije tipos de cambio meta entre el dólar, las monedas que participan en el sistema monetario europeo, el yen y el franco suizo. Cuando llegue ese día feliz, creo que algunas de las recomendaciones del señor Guindey serían no sólo viables sino también convenientes.

En cambio, dudo que las garantías cambiarias otorgadas por Estados Unidos sobre dólares adquiridos por los bancos centrales extranjeros puedan o deban ser elevadas a la categoría de un principio general establecido. Y mucho menos, si es que los desea, animado quizá de un sentido de responsabilidad conjunta ante la función de moneda de reserva del dólar, ningún banco central debe sentirse privado de aceptar más dólares sin garantía. Las corrientes especulativas continúan desplazándose de un lugar a otro debido a las circunstancias políticas reinantes en el mundo; la decisión de si Estados Unidos concederá una garantía cambiaria cuando los dólares pasan del país A al país B deberá adoptarse por consenso amistoso, en lugar de ser un reglamento aplicado rigurosamente a Estados Unidos. De la misma forma, cuando hubiese presión para vender marcos alemanes, francos franceses o yen, como sucedió durante el primer trimestre del año, creo que la Reserva Federal debería considerar la posibilidad de aumentar sus reservas de estas monedas, también sin garantías.

En general, mi idea sería establecer un procedimiento pragmático, negociado bilateralmente, para la concesión de garantías cambiarias, que hiciera hincapié en el puñado de bancos centrales que coordinan sus operaciones cambiarias con las de la Reserva Federal. A juzgar por la experiencia del pasado, cuanto menos formalista sea el arreglo más eficientemente podrá adaptarse a las necesidades y

circunstancias cambiantes, sin olvidar el problema de la diversificación de las reservas.

Todavía hay otro matiz que yo añadiría a las palabras que el señor Guindey ha pronunciado en favor de una utilización más liberal de las garantías cambiarias por parte de Estados Unidos. No me resulta difícil comprender que los bancos centrales europeos acreedores deseen una garantía cambiaria sobre por lo menos una parte de los dólares que adquieren al intervenir en el mercado. Pero me parece que quieren algo más, que también entiendo perfectamente bien, y es la misma garantía que busca Estados Unidos cuando presta dinero, es decir, que el dinero se gaste adecuadamente en vez de postergar la adopción de medidas correctivas.

Cuando el dólar se ve sometido a fuertes presiones especulativas, el banco central extranjero, además de la disponibilidad de garantías cambiarias, debe tener presentes otros elementos al decidir la cantidad de su propia moneda que está dispuesto a imprimir a cambio de la entrada de dólares. Se presenta aquí un riesgo inflacionario obvio para el país acreedor, a quien, en conciencia, nunca se le debe brindar un puesto en el desfile inflacionario de los deudores. Al respecto, comparto enteramente las opiniones del señor Guindey.

Con esto llegamos, creo, a la cuestión de la condicionalidad del mecanismo crediticio internacional, ya sea en virtud de la red de créditos recíprocos, los bonos en moneda extranjera o el Fondo Monetario Internacional. Durante la década de los sesenta, no se prestó mucha atención a esa condicionalidad —que exige que el país prestatario adopte medidas adecuadas de reforma como *quid pro quo* por el crédito recibido— en parte debido a la obsesión de entonces por crear nuevas formas de liquidez internacional incondicional como, por ejemplo, el DEG. A mi juicio, una de las pocas cosas que logramos en los años setenta fue la introducción de un elemento de condicionalidad muy necesario en los servicios de crédito internacional. Y ya que lo menciono, desearía rendir homenaje a los esfuerzos desplegados por el señor Edwin Yeo, antiguo Subsecretario del Tesoro, que se vieron coronados por el éxito, al objeto de aplicar esa condicionalidad cuando el dólar pasó provisionalmente a posición acreedora a mediados de los setenta. Habiendo adoptado esa iniciativa, Estados Unidos no puede oponerse a las mismas normas de disciplina que impuso a los demás.

Y, por último, ¿qué podemos decir del oro? El señor Guindey ha hecho comentarios muy sensatos sobre el hecho de que, reciente-

mente, se ha calmado el debate teórico sobre el oro debido al tiempo que ha transcurrido, a todo lo sucedido y a un cambio en la forma de pensar del público en general. A riesgo de despertar a algunos de los teólogos durmientes, me aventuraré a ofrecer algunas sugerencias más.

En primer lugar, no veo absolutamente ninguna posibilidad de que Estados Unidos reanude la convertibilidad oficial del dólar en oro a un precio fijo establecido. Lo digo por razones puramente técnicas y no teológicas. En segundo lugar, en contraste con algunas voces que se elevan de mi lado del Atlántico, no hay ninguna razón para eliminar el oro como activo monetario de reserva. Y, si algunos países deciden reevaluar periódicamente sus tenencias de oro, para que reflejen los valores del mercado, me parece que es asunto de ellos.

Con todo, hay una diferencia técnica básica entre el hecho de que, para defender el dólar, Estados Unidos venda activos de reserva en oro en el mercado abierto y que los demás países realicen operaciones similares de venta de oro para defender sus monedas. En ambos casos, las ventas de oro producen una contrapartida en dólares. Para el banco central del otro país el vender oro no presenta ninguna dificultad, pues lo que necesita son dólares para defender su moneda en el mercado de divisas. Pero desde el punto de vista de Estados Unidos, vender oro a cambio de dólares es una manera relativamente ineficiente de defender nuestra moneda. Después de todo, Estados Unidos puede imprimir dólares y, obviamente, hay otros modos mucho más eficientes de regular el nivel del océano de dólares que tratar de achicarlo con un balde de oro. A mi juicio, el objetivo principal de cualquier venta futura de oro por parte de Estados Unidos no debe ser adquirir dólares, sino las demás monedas que podamos necesitar para intervenir en el mercado en algún caso de urgencia.

Por consiguiente, confío en que llegue el día en que algunos bancos centrales extranjeros tengan la suficiente confianza en el futuro del oro en su función de reserva monetaria como para estar dispuestos a proporcionar sus monedas contra oro de Estados Unidos a un tipo de cambio que no se aleje demasiado del nivel del precio vigente en el mercado del oro. Esas ventas de oro a los bancos centrales extranjeros, a iniciativa de Estados Unidos, serían la forma más eficaz de movilizar el enorme poder de la posición de reserva de oro de Estados Unidos en apoyo de un funcionamiento ordenado del sistema monetario internacional.

## Preguntas y respuestas

*Una vez pronunciadas las ponencias, los señores  
Guillaume Guindey y Charles Coombs respondieron  
a las preguntas del público.*

PREGUNTA: *¿Qué podría decirnos sobre la utilidad de la cuenta de sustitución en lo que se refiere a mitigar las presiones ejercidas sobre el dólar en cuanto moneda clave de las relaciones monetarias internacionales?*

SR. GUINDEY: Unicamente sé sobre la cuenta de sustitución lo que he leído en la prensa, en especial en el resumen de prensa del BPI, que leo diaria y meticulosamente. Debo confesar que no he logrado comprender qué es exactamente la cuenta de sustitución.

Son varios los aspectos que me dejan perplejo. En un principio me pareció entender que la cuenta de sustitución consistía en meter dólares en un sombrero y sacar de él derechos especiales de giro. No alcanzaba a comprender cómo podría hacerse a no ser que fuese gracias a un acto de prestidigitación técnica, práctica con la cual no estoy muy familiarizado. Después de haber estudiado en más detalle la cuenta de sustitución, creí entender que para esa operación de sacar un conejo del sombrero tendría que entrar en escena el aumento de valor del oro en poder del Fondo Monetario Internacional. Esto me confundió aún más, ya que siempre había creído, basándome en viejas ideas preconcebidas, que el oro pertenecía a todos los países miembros del Fondo Monetario Internacional y, por lo tanto, no entendía cómo se pensaba utilizar el valor añadido para consolidar las deudas de Estados Unidos, haciendo incluso caso omiso del derecho de los países en desarrollo a ese valor. Y, finalmente, me referiré a la última fuente de confusión: no lograba entender por qué, al buscarse un medio de cubrir una posible pérdida cambiaria, no se pensó en todo el oro en poder de Estados Unidos y en el considerable valor añadido que había acumulado. Por estos motivos, no entiendo la cuenta de sustitución. Tal vez Charles Coombs quiera agregar algo.

SR. COOMBS: Yo me veo en el mismo aprieto que el señor Guindey en lo que se refiere a la cuenta de sustitución. En realidad no sé lo bastante sobre ella como para hacer un comentario detallado. Según lo que he observado hasta ahora, tengo la impresión de que su propósito principal es resolver el problema de la diversificación de las reservas. Creo que este problema podría resolverse con mayor facilidad, como ya lo he dicho, en este mismo edificio, mediante negociaciones flexibles entre un reducido número de países. Creo que daría resultados más productivos y eficaces que un plan de mayor amplitud y más generalizado.

PREGUNTA: *¿Cree que el DEG llegará a convertirse en una moneda internacional? Y de ser así, ¿cuándo?*

SR. COOMBS: Como nos advierte el refrán, yo diría que cuando las ranas críen pelo. Pienso que el DEG puede llegar a tener cierta importancia en cuanto limitado activo de reserva. Puede servir en ciertos casos como patrón de valor, pero yo más bien creo que en el futuro, como en los últimos 20 años, el funcionamiento del sistema monetario internacional se basará principalmente en toda la gama de servicios de crédito que se han sometido a prueba y que se ha demostrado son, según creo, más eficaces, particularmente si se les confiriese un cierto elemento de condicionalidad. A mi juicio, se continuará utilizando un número reducido de monedas nacionales en las operaciones internacionales de divisas.

SR. MARTIN: No puedo resistir la tentación de interrumpir en este momento para señalar que soy un poco más optimista que Charles Frank, ¿querría hacer algún comentario?

SR. SOUTHARD: En un mundo cruel como el nuestro sería un gran error desechar cualquier mecanismo que pudiera ayudarnos, por limitada que la ayuda fuese. La cuenta de sustitución no salvaría al mundo pero podría contribuir a ello. El DEG tiene cierta utilidad y pienso que sería un error descartar su posible evolución en cuanto activo de reserva.

SR. MARTIN: Me parece que esta reunión ha sido muy interesante y hemos tratado una gran variedad de asuntos en poco tiempo. Nuestro tema ha sido "Reflexiones sobre el sistema monetario internacional" y pienso que algunas de ellas han sido muy positivas.

Quiero agradecer a nuestros oradores, Guillaume Guindey y Charles Coombs, sus estimulantes palabras y al Banco de Pagos Internacionales el habernos facilitado sus instalaciones. Agradezco a todos ustedes el interés que manifiestan por las actividades de la Fundación y su presencia en esta reunión.

Buenas tardes.

## Notas biográficas



**Guillaume Guindey** nació el 19 de junio de 1909 en Evreux. Cursó sus estudios universitarios en la Ecole Normale Supérieure y la Ecole Libre des Sciences Politiques de París.

El señor Guindey ingresó en el Tesoro francés en 1932 como inspector de Hacienda. Estuvo a cargo de la Sección Externa, en Argel de 1943 a 1944 y en París desde 1944 hasta 1953. Durante 1953-58, el señor Guindey fue presidente de Mines de Cuivre de Mauritanie (MICUMA). Desde 1958 hasta 1963, ocupó el cargo de Gerente General del Banco de Pagos Internacionales y desde 1965 hasta 1972 fue presidente de la Caisse Centrale de Coopération Economique de París.

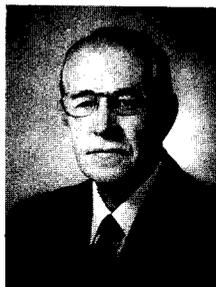
Desde 1972 es presidente de la Compagnie International des Wagons-Lits et du Tourisme, en Bruselas, y ha ocupado otros puestos en diversas empresas. Entre los libros publicados por el señor Guindey se encuentran *The International Monetary Tangle* (1977) y *Vingt et une questions sur le capitalisme* (1978).

\* \*

**Charles A. Coombs** nació el 9 de abril de 1918 en Newton, Massachusetts. Cursó sus estudios en la Universidad de Harvard, terminando su licenciatura en 1940 y su doctorado en 1953.

En 1942, el señor Coombs ingresó en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en donde permaneció hasta su jubilación en 1975. En el Banco de la Reserva Federal, fue vicepresidente principal a cargo del Departamento Externo y gerente especial de la Cuenta del Mercado Abierto Federal.

Actualmente, el señor Coombs es director de la Discount Corporation de Nueva York y también es miembro de los consejos de administración de varias otras compañías. El señor Coombs es autor del libro *The Arena of International Finance* (1976) y de otros artículos que han aparecido en diversas publicaciones especializadas.



## 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)
- 1980 *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Guillaume Guindeguy. Comentarios de Charles A. Coombs (Basilea)

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.

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

## Junta Directiva

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

## Cargos

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