

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1981

Bancos centrales

Las ventajas de una visión retrospectiva

Jelle Zijlstra
Albert Adomakoh

Washington, D.C.

PROLOGO

La Conferencia Per Jacobsson de 1981, titulada "Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva", fue presentada por Jelle Zijlstra, Presidente del Banco de Pagos Internacionales y Presidente del Consejo de Administración de dicha institución, en la sede del Fondo Monetario Internacional, el domingo 27 de septiembre de 1981. Albert Adomakoh, ex Gobernador del Banco de Ghana, estuvo a cargo del comentario, y presidió la reunión el señor William McChesney Martin, Presidente de la Fundación Per Jacobsson. J. de Larosière, Director Gerente del Fondo Monetario Internacional y Presidente de su Directorio Ejecutivo, dio la bienvenida a los participantes tanto a la Conferencia como a la sede del Fondo.

Esta serie de conferencias es auspiciada por la Fundación Per Jacobsson que fue creada en 1964 en honor del tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional. Las conferencias se celebran una vez al año y su finalidad es promover, a nivel internacional, un análisis documentado de los problemas de actualidad en materia monetaria.

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. Dirijase toda solicitud de información al Secretario de la Fundación.

INDICE

	<i>Página</i>
PALABRAS DE APERTURA	
William McChesney Martin	1
J. de Larosière	1
William McChesney Martin	3
 BANCOS CENTRALES: LAS VENTAJAS DE UNA VISIÓN RETROSPECTIVA	
Jelle Zijlstra	5
 COMENTARIOS	
Albert Adomakoh	23
 BIOGRAFÍAS	35
 CONFERENCIAS PER JACOBSSON	36
 PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS	38

Palabras de apertura

William McChesney Martin

Señoras y señores: Tengo el privilegio en calidad de Presidente de la Fundación Per Jacobsson de inaugurar esta reunión de la decimotava conferencia anual. Nos complace contar hoy con la presencia del Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, señor Jacques de Larosière. Es nuestro anfitrión en esta reunión y, pese a estar muy ocupado, ha encontrado un momento para decir unas palabras de bienvenida.

J. de Larosière

Señor Martin, señor Zijlstra, señoras y señores: Me complace en grado sumo poder estar con ustedes y darles la bienvenida al Fondo Monetario Internacional con ocasión de la decimotava conferencia de la Fundación Per Jacobsson.

Antes de dejarlos con los oradores que disertarán esta tarde, quisiera decir solamente que es un gran honor para mí, como Presidente del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional, poder saludarlo hoy, aquí, señor Zijlstra.

Me complace en especial porque el Fondo y el Banco de Pagos Internacionales, que el señor Zijlstra ha presidido, si no me equivoco, durante casi 15 años, han colaborado en forma muy activa y fructífera durante mucho tiempo. Ultimamente esta colaboración ha sido más intensa, si cabe, que antes. En realidad, hemos aprovechado al máximo posible la capacidad profesional y la experiencia bancaria del BPI en varios campos operativos. Con la asistencia del BPI hemos estado colocando el dinero de nuestro Fondo Fiduciario en inversiones denominadas en DEG.

Esta colaboración ha sido esencial no sólo para mantener el valor de nuestros activos hasta que se destinen a préstamos sino también para fomentar la utilización de la unidad monetaria del Fondo, es decir, el derecho especial de giro.

Más recientemente hemos continuado con esta colaboración. Como tal vez sea de su conocimiento, el Fondo ha estado efectuando giros al amparo de importantes líneas de crédito que mantiene con diversos prestamistas. Estos giros se han efectuado antes de plantearse la necesidad específica de los fondos, sabiendo que varios de los programas de nuestros países miembros entrarán en vigor en breve. En estos asuntos el BPI también ha intervenido activamente, en operaciones de inversión temporarias, con su habitual capacidad y competencia.

Recientemente el BPI participó también como prestamista en las líneas de crédito que han sido tramitadas por el Fondo para financiar la ampliación de sus recursos. El grueso de dicho financiamiento procedió del Instituto Monetario de Arabia Saudita, pero además de este préstamo de DEG 8.000 millones, más de DEG 1.000 millones —para ser exacto, DEG 1.203 millones— procedieron de los bancos centrales y el BPI.

Sin la colaboración del BPI y, en particular, sin la intervención personal del Presidente Zijlstra —sin su extraordinaria capacidad para hacer que las cosas marchen y se lleven a término, sin su enfoque creativo— no podríamos haber logrado un conjunto tan importante y equilibrado de acuerdos de préstamo. Por consiguiente, tal vez el utilísimo respaldo de los bancos centrales de los países industriales, impulsados por el entusiasmo y la creatividad del BPI y su presidente, haya sido más importante que el propio préstamo de DEG 1.200 millones.

Aunque más no fuera por este motivo, creo que comprenderán ustedes por qué hice todo lo posible para escaparme unos minutos de las reuniones que tenía programadas para hoy. Me hubiera gustado quedarme toda la tarde. Son ustedes muy afortunados en poder oír hablar a un hombre que ha sido Ministro de Asuntos Económicos y de Hacienda durante muchos años, Presidente de uno de los bancos centrales más importantes de Europa, Presidente del BPI durante casi 15 años y el Primer Ministro de su país. Podrán ustedes enterarse a través de él de las experiencias que ha tenido en el transcurso de su extraordinaria carrera. Cabe agregar que es además un teórico famoso, muy conocido por sus escritos sobre la velocidad del dinero y temas análogos. Estamos muy contentos de tenerlo hoy entre nosotros. Les doy la bienvenida a todos ustedes cordialmente y expreso mis mejores deseos de éxito para esta ocasión especial. Gracias.

William McChesney Martin

Le agradezco, señor de Larosière, sus amables palabras de bienvenida. Todos nosotros apreciamos mucho la relación que mantenemos con el Fondo y los servicios que el Fondo pone a nuestra disposición.

Permítaseme comenzar diciendo unas palabras sobre la Fundación. Nuestros presidentes honorarios, Eugene Black y Marcus Wallenberg, se interesan vivamente en la labor de la fundación y orientan nuestros esfuerzos. Lamentablemente no pudieron estar presentes en esta reunión, aunque Marcus Wallenberg está representado aquí por dos de sus nietos y asistirá a las Reuniones Anuales del Fondo y del Banco que tendrán lugar esta semana. Asimismo, los directores de la Fundación continúan participando en la labor de la misma y nos comunicamos con ellos frecuentemente. La Fundación tiene solvencia y está llevando a cabo sus actividades en forma muy satisfactoria. En este sentido, vienen a la memoria los aportes de Randolph Burgess para fomentar los objetivos de la Fundación. Burgess propició la fundación de esta organización y su labor ahora la lleva a cabo competentemente Frank Southard, nuestro Presidente, con la asistencia de los demás funcionarios: Al Gerstein y Gordon Williams, nuestros Vicepresidentes; Joe Lang, nuestro Secretario, y Graham Perret, nuestro Tesorero. Si alguno de ustedes quiere hacer alguna sugerencia con respecto a nuestras actividades, no vacile en dirigirse a cualquiera de nuestros funcionarios o directores.

Recuerdo que en la conferencia del año pasado mencioné una observación que hizo hace muchos años Per Jacobsson, observación que me produjo una profunda impresión. A riesgo de ser repetitivo, quisiera volver a mencionarla. Per dijo que los bancos centrales pueden imprimir todo el dinero que quieran pero no pueden crear capital. El capital procede del ahorro y la inversión. Nunca olvidaré sus palabras.

Es muy poco lo que puedo agregar a las palabras de presentación que Jacques de Larosière dedicó al Dr. Zijlstra. Por otra parte, en el programa figura una breve reseña biográfica de los dos oradores. Conozco a Jelle Zijlstra desde hace tiempo, como muchos de ustedes. Sin duda, es actualmente una de las autoridades monetarias mundiales más importantes. Ha actuado en todas las fases del gobierno, comercio y banca; además, está vinculado a los círculos universitarios, y ha contribuido envidiamente a todos esos campos. En cierto

4 CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1981

sentido, éste será su discurso de despedida, ya que se retirará del BPI a fin de año. Somos muy afortunados realmente en tenerlo hoy con nosotros, pues sé que todos sacaremos provecho de lo que tiene que decir. Muchísimas gracias.

Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva

Jelle Zijlstra

Es prácticamente incontestable que el momento actual dista mucho de ser fácil para los bancos centrales y sus gobernadores, pues no sólo deben realizar su labor en circunstancias difíciles sino que además son objeto de un grado de interés público y político que no contribuye en nada a aliviar su carga, y mucho menos a hacerla agradable.

En esta conferencia me propongo analizar dicho tema dentro del marco de mis casi 15 años de experiencia como Presidente del Banco de los Países Bajos y un período similar como Presidente del Banco de Pagos Internacionales (BPI), prestigiosa institución situada en Basilea.

Empero, en primer término, permítaseme dar algunos detalles sobre mi carrera antes de que empezara a trabajar en la banca central. Como verán, estos detalles pueden ser de utilidad para comprender bien algunas de las observaciones que deseo hacer.

Tras terminar mis estudios universitarios fui nombrado Profesor de Economía Teórica en la Universidad Libre de Amsterdam, en 1948. Durante mis estudios había observado que en el mundo académico en general había poca simpatía por los bancos centrales. Incluso actualmente suele pasar lo mismo. Podría dar pintorescos ejemplos para ilustrar lo que digo, pero me abstendré de hacerlo porque no deseo perjudicar la reputación de las personas involucradas. Sin embargo, me resulta imposible resistir la tentación de dar un ejemplo. Lo he tomado de una entrevista con el profesor Galbraith que apareció en *De Haagse Post* del 15 de agosto de 1981.

Los funcionarios de los bancos centrales son hombres y en nuestro caso, una mujer, amables, bien hablados, bien trajeados y pulcros. Quisiera ser amable con ellos y dejarlos participar en los negocios en pequeña medida, pero no confiaría en ellos ni un minuto. En Estados Unidos uno de los misterios de la política monetaria ha sido siempre la forma en que se llega a ser experto en ella. Es posible que en Washington se encuentre ocupando un alto cargo político un hombre que tiene dificultades para cuadrar su chequera y mantenerse dentro del presupuesto familiar. Sin embargo, un día el Presidente lo nombra miembro de la Junta de la

Reserva Federal y de pronto se convierte en un mago monetario. Esta es una clase de magia que he admirado durante mucho tiempo.

Bien, no deseo ser demasiado duro con esa gente, pero desde luego, no quiero depender de ellos en lo que hace a la administración de algo tan complejo como es la economía moderna.

En cierta medida la tensión que existe entre la economía teórica en un contexto académico y la política efectiva aplicada por los bancos centrales es lógica y comprensible. Después de todo, por una parte están los creadores de modelos abstractos que no se enfrentan diariamente con problemas reales y, por la otra están las personas cuyas agendas sobrecargadas les impiden a veces reflexionar sobre las relaciones fundamentales que permitirían solucionar algunos problemas a largo plazo. He pasado por la experiencia de estos dos mundos. Retrospectivamente, me asombra la forma despreocupada con que el joven profesor de antaño les explicaba a sus estudiantes cómo debían actuar los bancos centrales. En mi cargo actual varias veces me han sorprendido las ingenuas ideas que sugieren ocasionalmente los profesores universitarios a los bancos centrales.

En 1952 ingresé en el gabinete holandés, primero como Ministro de Asuntos Económicos y posteriormente, hasta 1963, como Ministro de Hacienda. En esta última función naturalmente aprendí mucho sobre el banco central. Hay zonas específicas de fricción entre el ministro de Hacienda y el presidente del banco central que no obedecen al enfrentamiento de la teoría con la práctica, sino a las facultades que corresponden a cada autoridad monetaria; dichas facultades están divididas entre el ministerio de Hacienda y el banco central. Doy por sentado ahora que el banco central es en cierta medida independiente del gobierno, ya sea de derecho o de hecho (o de ambas formas). Con esto quiero decir que tiene sus propias facultades ya sean basadas en un estatuto o en la autoridad que tiene a los ojos del público. Es evidente, y también inevitable, que se suscitarán diferencias de opinión de vez en cuando, que pueden provocar conflictos abiertos y que, en la práctica, lo han hecho. Al decir esto no pienso en los Países Bajos porque allí todavía no se ha dado esa situación. Como Ministro de Hacienda comprendí pronto que era más conveniente para mi ministerio lograr mantener las mejores relaciones posibles con el banco central, reconociendo plenamente sus facultades y autoridad. Al fin y al cabo, el ministro de Hacienda se ve acosado por los ministros de las demás carteras que siempre conspirarán para gastar más dinero del que puede justificar una sólida política financiera. En esta lucha inevitablemente se encuentra solo y, en consecuencia, aislado. Si la relación es buena, su mejor aliado es el banco central.

Los gobiernos sienten la gran tentación de tratar de resolver sus problemas con el llamado financiamiento monetario, pero sin la activa cooperación del banco central esa solución sólo es posible durante un período breve y dentro de límites estrechos. Por consiguiente, en el mundo en que vivimos, con sus tendencias inflacionarias profundamente arraigadas, es grande la necesidad de que esas dos partes mantengan una estrecha alianza. Este fue mi parecer en ese momento y actué en consecuencia. Además, cuando en 1967 se invirtieron los roles, tuve la suficiente audacia para tratar de inculcar esta filosofía en los ministerios de Hacienda que me sucedieron.

Como ya he dicho, ingresé en el Banco de los Países Bajos en 1967, año en que ya habían surgido los grandes problemas que preocuparían enormemente a los bancos centrales.

Mi objetivo esta tarde es examinar —en retrospectiva y a veces en perspectiva— tres problemas que nos han absorbido totalmente en los últimos años y que también nos acosarán en el futuro:

- 1) el sistema de tipos de cambio;
- 2) las reservas internacionales, y
- 3) la política monetaria en teoría y en la práctica.

En primer término examinaremos el sistema de tipos de cambio. En la década de 1960 el sistema monetario internacional vigente se vio sometido a presiones cada vez mayores. Los tipos de cambio fijos, que únicamente podían modificarse cuando había un desequilibrio fundamental, no tuvieron la flexibilidad necesaria en una situación financiera cada vez más grave. Pero esto no fue todo. El sistema de Bretton Woods se basaba en el principio de mantener o restablecer el equilibrio de la cuenta *corriente* de la balanza de pagos. Se prestaba poca o ninguna atención a los movimientos de capital, porque se daba por sentado que eran relativamente insignificantes o que no afectarían realmente al equilibrio de la balanza de pagos. De ser necesario, podrían y deberían imponerse restricciones a los movimientos de capital. Y, por último en orden pero no en importancia, en la década de 1960 los pagos internacionales experimentaron un creciente desequilibrio a consecuencia del déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos. El dólar estaba sobrevaluado y a las autoridades de Estados Unidos les resultaba cada vez más difícil cumplir sus obligaciones de convertir el dólar (a oro). Estoy firmemente convencido de que mediante una devaluación del dólar combinada con un aumento considerable del precio del oro (como se establecía en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional de entonces) la situación habría mejorado considerablemente.

La estabilidad del sistema monetario internacional se habría afianzado en gran medida. Como resultado, no habría hecho falta llegar, demasiado pronto, a la conclusión de que no podría seguir rigiendo el sistema de Bretton Woods, como sucedió en 1973 en vísperas de la gran crisis del petróleo. En otras palabras, al producirse la conmoción de la crisis del petróleo habría existido un sistema mucho más estable. Esto no significa que un sistema de tipos de cambio fijos habría sido suficientemente estable, aun cuando hubiera sido fortalecido con las dos medidas que mencioné, para sobrevivir a la crisis del petróleo. Sin embargo, el resultado habría sido mucho menos caótico.

Las discusiones sobre cuál es el mejor sistema de tipos de cambio probablemente nunca darán una respuesta definitiva. Demasiadas cosas dependen del momento y el lugar concretos. Los tipos vinculados tienen su momento y los tipos flotantes, el suyo. No obstante se requiere un análisis más detallado. En el discurso que pronuncié el 15 de junio de este año en la reunión anual del BPI dije lo que ahora voy a repetir:

Desde luego, no se trata de volver a un sistema mundial de paridades; para mencionar sólo dos obstáculos, el superávit de la OPEP y la generalización de las tasas de inflación descartan esta posibilidad. Empero, si no hemos de despreocuparnos del precio interno del dinero, ¿por qué habríamos de despreocuparnos de su precio externo? O, para decirlo de otra forma, ¿qué sucedería si nos desentendiéramos de ambos durante un período prolongado? No podemos adoptar con confianza el principio de que los tipos de cambio deben dejarse librados a su suerte. El tipo de cambio es una variable macroeconómica demasiado importante para ser relegado a la condición de partida residual, en la forma en que se hizo con la oferta monetaria en algunos países hasta no hace mucho. Por consiguiente, tenemos que adoptar una solución intermedia entre el sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos y la política de no intervención en el mercado de cambios.

Pero no será fácil encontrar dicha solución intermedia. Espero que pese a los trastornos de una situación rápidamente cambiante que traba gravemente la concreción de cualquier sistema nuevo de tipos de cambio pueda lograrse un mayor grado de compatibilidad entre los objetivos y las políticas. Permítaseme dar un ejemplo. Después de un período que fue denominado en forma suscita, pero no totalmente exacta, de "negligencia inofensiva", en 1978 las autoridades de Estados Unidos cambiaron abruptamente de orientación. El Presidente de ese país, señor Carter, anunció una operación en gran escala destinada a afianzar el dólar, que se hallaba en franca debilitación. Dado que esto sucedió no hace mucho es innecesario entrar en detalles. En la actualidad la política adoptada vuelve a ser la de no intervención en teoría, y el valor del dólar ha aumentado muy

notablemente. ¿Debemos hablar de una política asimétrica? ¿Intervenir cuando el dólar se debilita, no intervenir cuando se afianza? O, expresado en términos ligeramente maliciosos, ¿la filosofía en que se funda la política depende de las circunstancias? ¿Cómo deben reaccionar los demás? Mi única respuesta, parafraseando a Walter Bagehot es: "Los tipos de cambio no se regularán solos" o "los tipos de cambio son demasiado importantes para dejarlos librados a su suerte".

El principio contenido en esa respuesta se reconoce explícitamente en los acuerdos al estilo de Bretton Woods que rigen dentro del Sistema Monetario Europeo (SME) para mantener tipos de cambio fijos pero ajustables, con márgenes estrechos para las fluctuaciones permitidas en el mercado entre las monedas de los países participantes. Estos acuerdos, en mi opinión, han permitido establecer una zona conveniente de relativa estabilidad cambiaria en Europa y espero que sigan haciéndolo. Para que esto sea posible, tendrán que cumplirse dos condiciones principales: en primer término, las políticas económicas dentro del SME deben estar suficientemente armonizadas para permitir un grado razonable de estabilidad cambiaria y, en segundo término, las modificaciones de los tipos de cambio, cuando son necesarias, deben efectuarse con mayor rapidez que la empleada a veces cuando regía el sistema de Bretton Woods. Para sintetizar lo que pienso sobre la aplicación de mi filosofía de los tipos de cambio dentro de los acuerdos actuales, quisiera decir lo siguiente: tenemos que regular los tipos flotantes en la medida necesaria para evitar las oscilaciones de las monedas que resulten erráticas o totalmente desconectadas de los principios fundamentales, y tiene que haber, además, suficiente flexibilidad, dentro del SME, para mantener una estructura realista de tipos de cambio entre las monedas participantes.

Los bancos centrales desempeñan funciones muy diferentes según sea el régimen de tipos de cambio vigente. Nuestra vida era relativamente sencilla cuando regía el sistema de Bretton Woods de paridades fijas. Los tipos eran fijos o se modificaban por decisión del gobierno, frecuentemente con el asesoramiento del banco central. Dentro del Grupo de los Diez y Suiza, nuestras actividades en ese momento consistían principalmente en organizar las operaciones de respaldo de las monedas que se veían en peligro. Nuestro amigo Charles Coombs era el vendedor ideal de ese tipo de créditos de respaldo. Cómo nos conmueve y entristece que ya no se encuentre entre nosotros.

Sí, éramos expertos en reunir millones en un plazo muy breve. En este sentido, algunos de los que están aquí esta tarde recordarán la reunión algo caótica del Grupo de los Diez celebrada en 1968 en Bonn. Ministros incapaces de ponerse de acuerdo sobre nada hasta bien entrada la noche y altos funcionarios de bancos centrales que en una sola hora lograron organizar operaciones de respaldo en gran escala para la libra esterlina y el franco francés. En cuanto a lo demás, se hacía caso omiso de ellos. Es una lástima que no se haya filmado a los gobernadores de bancos centrales, frustrados e irritados, deambulando por las habitaciones y los corredores.

Cuando rige un sistema de tipos flotantes, en particular cuando se trata de una "flotación limpia", la labor del banco central también es fácil. El trabajo lo hace el "Sr. Mercado". Sin embargo, me temo que no sea tan sencillo, como lo demostraré cuando analice la política monetaria. El control de la oferta monetaria y los niveles de los tipos de cambio y de los tipos de interés se influyen mutuamente de tal manera que uno no puede permitirse desentenderse de ninguno de ellos. Nos guste o no estamos atrapados en un triángulo cuyos vértices se denominan oferta monetaria, tipos de cambio y tipos de interés. La vida de los gobernadores de los bancos centrales se ha vuelto mucho más difícil.

En el período que estoy examinando no sólo fue muy importante la evolución de los tipos de cambio sino también el problema de las reservas internacionales. Se recordará que en el sistema de Bretton Woods, además de regir tipos de cambio fijos basados en la paridad oro, este metal era el activo de reserva más valioso. Es cierto que en la práctica era principalmente el dólar el que constituía el activo de reserva efectivo, pero debido a su convertibilidad el vínculo con el oro era explícito. En agosto de 1971 todo esto se acabó. La segunda enmienda del Convenio Constitutivo del FMI, que entró en vigencia en 1978, resolvió el problema en una forma fundamentalmente diferente. El oro y las monedas de reserva tendrían que dar cabida gradualmente al DEG. ¿Cuánto hemos avanzado en esa dirección? En la actualidad, los principales bancos centrales tenedores de oro se niegan a reflexionar detenidamente sobre la renta de sus reservas de oro y, por consiguiente, a desmonetizarlo de hecho, ya sea vendiendo oro en el mercado a cambio de divisas o colocándolo en una cuenta de sustitución —que todavía no existe— en el FMI a cambio de derechos especiales de giro. El dólar sigue siendo la moneda de reserva más importante, si bien se ha debido dar cabida a otras monedas como, por ejemplo, el marco alemán o el franco suizo. Su función conjunta

como monedas de reserva no se ha visto disminuida a favor del DEG, como se estipula en el Convenio Constitutivo del FMI. ¿Qué sucedió con el oro? Durante el período descrito en esta conferencia, el oro con frecuencia constituyó el centro de atención. Sería interesante repetir aquí en detalle las diferentes declaraciones efectuadas sobre el oro en las diversas reuniones internacionales realizadas desde 1971. Me abstendré de hacerlo, pero me gustaría aludir brevemente a los aspectos de la historia del oro monetario que parecen significativos para la evolución futura. Todo comenzó en una notable reunión celebrada por los participantes del fondo común del oro los días 16 y 17 de marzo de 1968 en Washington, que tuvo por consecuencia la eliminación de dicho fondo. El resultado fue un sistema doble, consistente en la evolución individual del precio del oro en el mercado libre a diferencia de un precio fijo para el oro monetario, que entonces era de \$35 la onza troy. El comunicado que se dio a conocer en dicha reunión incluía la siguiente frase: "Ya no creen que sea necesario comprar oro en el mercado". Durante la reunión esta frase fue objeto de acalorado debate. Algunos de los participantes, entre ellos yo mismo, nos opusimos a la misma, pues me parecía que podría interpretarse como un compromiso de los bancos centrales a no volver a efectuar compras de oro en el mercado. Por lo tanto, las tenencias globales de oro monetario tendrían que considerarse fijas, y servirían simplemente como instrumento de liquidación entre las autoridades monetarias. Se podría vender entonces en el mercado libre únicamente el oro de reciente extracción. El argumento que se esgrimió a favor de la frase destacaba que ésta podría ser utilísima dado que mitigaría las oscilaciones de los precios del mercado libre y, por consiguiente, controlaría la especulación. Fue este argumento el que finalmente convenció a los oponentes. Sin embargo, no bien se dio a conocer el comunicado se consagró, en general, la primera interpretación. Sí, en realidad, así se había afirmado, los bancos centrales habían decidido no volver a comprar oro en el mercado. Las partes interesadas, y en especial las autoridades de Estados Unidos, se mantuvieron muy alertas para comprobar si los bancos centrales observaban estrictamente este supuesto compromiso.

Todo esto ha quedado ahora muy atrás. Paso a paso, no siempre sin tropiezos, se ha restablecido la libertad de los bancos centrales para efectuar transacciones en oro, ya sea entre sí o en el mercado libre. El Convenio Constitutivo vigente del FMI simplemente prohíbe que se fije un nuevo precio oficial del oro. El cambio que se ha producido a través del tiempo puede ejemplificarse con la movilización monetaria

de parte de las tenencias en oro de los bancos centrales que participan en el SME. Asimismo puede ilustrarse mencionando la ley firmada por el Presidente de Estados Unidos, señor Carter, el 7 de octubre de 1980, por la cual se aprobó el aumento de la cuota de Estados Unidos en el FMI, incluyéndose una disposición según la cual el Secretario del Tesoro deberá establecer y presidir una comisión, la cual llevará a cabo una evaluación y efectuará recomendaciones con respecto a la política del Gobierno de Estados Unidos relativa a la función del oro en los sistemas monetarios interno e internacional y remitirá al Congreso un informe con sus conclusiones y recomendaciones a más tardar un año después de la fecha de entrada en vigor de dicha ley. Por lo menos, el oro ya no es una mala palabra.

Sin embargo, no puede decirse que la situación actual sea satisfactoria. Los bancos centrales de los principales países tienen enormes reservas de oro. El Banco de los Países Bajos, por ejemplo, tiene reservas que, a precios de mercado corrientes, representan el 66 por ciento de sus reservas totales. Es frustrante en grado sumo que, fuera de las ventas efectuadas en el mercado a cambio de divisas, no haya ninguna forma sistemática en que pueda utilizarse este componente de las reservas. Creo que nosotros, dentro del Grupo de los Diez y Suiza, debemos considerar los medios de regular el precio del oro, desde luego dentro de límites bastante amplios, de modo de crear las condiciones que permitan las ventas y compras de oro entre los bancos centrales como instrumento de la gestión y distribución más lógica de sus reservas. Esta cuestión se planteó en la Reunión Anual del FMI celebrada en 1979 en Belgrado, pero lamentablemente no se logró un grado de acuerdo suficiente ni siquiera para efectuar un moderado comienzo en lo que respecta a regular el precio del oro en el mercado libre. Estoy firmemente convencido de que de haberse efectuado intervenciones relativamente pequeñas, aunque no se habría evitado el aumento sideral del precio del oro, por lo menos se habría reducido a proporciones más controlables. Ahora que parece haberse vuelto a la calma sería prudente que reflexionáramos una vez más y sin prejuicios sobre estos temas.

Por último, quisiera referirme al DEG, eje del nuevo sistema monetario internacional. Supuestamente todos nosotros deseamos un nuevo sistema y, por consiguiente, tenemos la obligación moral de hacer todo lo posible para propiciar su concreción. Sin embargo, los que participan en las numerosas discusiones sobre el DEG no siempre, en mi opinión, vislumbran con claridad los problemas que se presentarán si el DEG se convierte realmente en el eje de un nuevo

sistema monetario internacional. Dicho sistema requiere que se cumplan dos condiciones. En primer lugar, es esencial lograr una mayor estabilidad de los tipos de cambio. Si se deja a las fuerzas del mercado la determinación de los tipos de cambio, las reservas son básicamente innecesarias. Con el tiempo el DEG tendrá que ser el instrumento de liquidación por excelencia. Si no se efectúan liquidaciones, o si se hacen errática o asistemáticamente, no hace falta un instrumento fundamental de liquidación. En segundo lugar, y en relación con la primera condición, tendrá que reimplantarse la convertibilidad. Cuando rige un sistema monetario internacional ordenado, en el que el DEG reemplaza al oro, las principales monedas, incluido el dólar, deben ser convertibles a DEG. Quienquiera que desee realmente hacer del DEG el eje de un nuevo sistema monetario internacional pero se niegue a aceptar la convertibilidad a DEG, engaña a los demás y, quizá, también a sí mismo.

Desde luego todo esto no es factible en la actualidad, de modo que la función del DEG seguirá siendo limitada durante algún tiempo, aun cuando su importancia como unidad de cuenta es cada vez mayor. Esto significa además que no se creará una cuenta de sustitución en el futuro inmediato y que la asignación de DEG tendrá que seguir siendo restringida.

Y llegamos así al tercer tema de esta charla, es decir, la política monetaria en teoría y en la práctica. Cuando en 1967 ingresé en el mundo de los directivos de bancos centrales el monetarismo no se había convertido todavía en un lema político. Desde luego, Milton Friedman no era un desconocido. Su monumental obra *A Monetary History of the United States* (historia monetaria de los Estados Unidos) era muy conocida y no sólo en los círculos académicos. La conferencia que dio en 1970 sobre la contrarrevolución monetaria constituyó una exposición sumamente lúcida de lo que hoy se denomina monetarismo. Pero sólo fue como resultado de las olas inflacionarias de la década de 1970 que el monetarismo salió de los límites del mundo de los profesores e invadió la política. Los ministros de Hacienda, los jefes de gobierno e incluso los jefes de estado deben devanarse los sesos para desentrañar los secretos de la relación entre M_1 y M_x , la base monetaria y el multiplicador del dinero. De paso, es interesante observar que sucedió algo parecido con el keynesianismo, que se enseñó generalmente como teoría económica en todas las universidades a partir de 1936 pero que no constituyó la base de la política económica y financiera de casi todos los países importantes sino hasta después de finalizada la segunda guerra mundial.

Al examinar los numerosos problemas implícitos en esto, es necesario percatarse de que el monetarismo, al igual que el keynesianismo, tiene muchas variaciones y matices. Es necesario recurrir al convencionalismo y quizás incluso a la simplificación, para presentar en el breve tiempo de que dispongo una caracterización de lo que me gustaría denominar el monetarista *típico*. El credo de mi monetarista típico tiene tres artículos de fe: uno económico-político o, en otras palabras, ideológico; otro analítico, y el tercero, relativo a las técnicas de las políticas monetarias.

Los examinaré brevemente por separado. Nuestro monetarista está convencido de que el sector público es relativamente inestable mientras que el sector privado es relativamente estable. La inestabilidad del sector público se relaciona con el hecho de que es demasiado grande en la mayoría de los países, y de que los políticos suelen tomar decisiones irracionales debido a un conocimiento insuficiente de los complejos problemas sociales y financieros, mientras que, en teoría, el comportamiento del sector privado está regido por expectativas y reacciones racionales ante los impulsos de la economía de mercado.

Según el análisis del monetarista típico, el control de la oferta monetaria es necesario y suficiente para que haya un control macroeconómico efectivo de la economía nacional. Naturalmente, este instrumento puede no ser perfecto, pero es, con mucho, el más eficaz de los que tenemos a disposición.

Por último, a fin de controlar la oferta de dinero, el uso de la llamada base monetaria es necesario y suficiente, pues permite controlar la oferta de dinero constantemente y con la precisión requerida.

Para los altos funcionarios de los bancos centrales los tres puntos mencionados anteriormente varían en importancia y cada uno tiene un peso diferente. La opinión que uno tenga sobre la estabilidad o inestabilidad relativas del sector público y el sector privado suele tener sus raíces en la filosofía económica de cada persona. Dicho de otra forma, dicha opinión tiene un matiz ideológico. Mi punto de vista es que mucho depende de las circunstancias concretas de lugar y tiempo. En la década de 1930 el sector privado era sin duda relativamente inestable y no resulta extraño entonces que el keynesianismo tradicional se basara en la relativa inestabilidad del sector privado, que debe ser corregida con medidas del gobierno; en consecuencia, esta línea de argumentación supone un sector público relativamente estable, que debe respaldar al inestable sector privado y

salvarlo del derrumbe. En la actualidad, esto ya no es así del todo. En muchos países el sector público está sobrecargado y corre el riesgo de ser aplastado por un sinnúmero de tareas y responsabilidades. En consecuencia, las posibilidades de utilizar el sector público para estabilizar toda la economía se han reducido considerablemente. Otro factor es que en los años de posguerra el sector privado ha demostrado tener un alto grado de capacidad de recuperación, aun frente a grandes conmociones externas. Dejando de lado el sesgo ideológico, la conclusión estrictamente pragmática es que el equilibrio entre la estabilidad y la inestabilidad dentro de los sectores público y privado, respectivamente, ha experimentado un desplazamiento evidente desde la década de 1930.

El segundo artículo de fe del credo del monetarista típico nos acerca más a la labor de los altos funcionarios de bancos centrales. Nos interesa aquí el análisis, que se traduce en la tesis de que para controlar la economía lo máximo posible la política monetaria es necesaria y suficiente. Todos los otros instrumentos, en particular la política fiscal, son irregulares y tienen un efecto procíclico y, por consiguiente, desestabilizador. Según este punto de vista, las políticas de precios y salarios están destinadas al fracaso. Sólo el control de la oferta monetaria ejercido por las autoridades monetarias mediante metas inflexibles de expansión monetaria publicadas por anticipado puede estabilizar el sector privado y evitar o eliminar la inflación. Esto se demuestra recurriendo a la famosa ecuación $MV = PT$. A más largo plazo, el volumen de transacciones (T) está regido por factores no monetarios, la velocidad de la circulación (V) es, también a plazo un tanto más largo, estable, de modo que el nivel de precios (P) varía en relación con las variaciones de la oferta monetaria (M). Si los gobiernos tienen suficiente sentido común para mantener el crecimiento del sector público dentro de límites aceptables o reducirlo, es factible ejercer un control macroeconómico adecuado de la economía. Esta línea de razonamiento se ve aún más reforzada por la teoría de las expectativas racionales. Quienes se encuentran a cargo del sector público —los políticos— suelen actuar irracional e impredeciblemente. Quienes participan en el proceso económico dentro del sector privado son guiados por expectativas racionales, en especial con respecto a la inflación. Han aprendido a ver lo que hay detrás de la ilusión monetaria. Las normas firmes fijadas para el crecimiento de la oferta monetaria a fin de evitar o eliminar la inflación disipan las expectativas inflacionarias y por lo tanto constituyen, en sí mismas, un aporte esencial a la lucha contra la inflación.

Con respecto al tratamiento de este importante tema en discusiones actuales y anteriores, quisiera presentar una síntesis de mis opiniones antes de referirme a la técnica de la política monetaria.

A mi modo de ver el control de la oferta monetaria como instrumento para dirigir adecuadamente la economía es necesario pero no suficiente. No se puede prescindir de la política fiscal y la evolución de los precios y salarios ni pasarlos por alto. En teoría, pero únicamente en teoría, puede sostenerse que el control de la oferta monetaria es suficiente. Toda necesidad de endeudamiento puede cubrirse con medios no monetarios, siempre que uno esté dispuesto a aceptar cualquier nivel de tipos de interés y cualquier grado de desplazamiento forzoso de la inversión privada. La discrepancia entre los salarios y la productividad siempre puede eliminarse mediante un estancamiento suficiente del producto y el empleo. Empero, permítaseme la insistencia, todo esto es pura teoría. Existe una magnitud de la necesidad de endeudamiento y un grado de discrepancia entre la productividad y los salarios nominales que sencillamente excluye toda posibilidad de llevar a cabo una política monetaria eficaz. Desde luego, lo contrario también es cierto.

Lo expuesto también puede decirse de otra forma. La política monetaria, la política fiscal y las oscilaciones de los salarios en relación con la productividad se limitan mutuamente. Dentro de este marco, una política monetaria eficaz destinada a controlar la oferta monetaria es necesaria pero no suficiente.

Por último, además de los problemas ideológicos y analíticos, está la técnica de control monetario, que es uno de los problemas más importantes para los altos funcionarios de bancos centrales. De acuerdo con el razonamiento de nuestro monetarista, la oferta de dinero puede controlarse debidamente controlando la base monetaria, que comprende los saldos acreedores que tienen los bancos en el banco central y los billetes en poder del público. Estas dos partidas aparecen en el pasivo del balance del banco central y, por consiguiente, pueden ser controladas por el mismo. Esta posibilidad de control se origina en la supuesta estabilidad y carácter predecible del multiplicador del dinero, el cual relaciona la oferta de dinero con las reservas libres y obligatorias que mantienen los bancos en el banco central. Además se supone que existe una definición práctica de la oferta monetaria. En la literatura monetaria a menudo encontramos el término dinero en sentido estricto, M_1 , que comprende los billetes y los depósitos a la vista. Pero el uso de ese término no es estrictamente necesario. En la práctica de la política monetaria de Estados Unidos,

por ejemplo, se distinguen diversas medidas de la oferta monetaria (M_{1a} , M_{1b} , M_2 , M_3 . . . M_x), cada una con su multiplicador de dinero individual. En el Reino Unido se emplea una definición relativamente amplia de la oferta monetaria, M_3 , que también incluye los depósitos en cuentas de ahorro de los bancos. Antes de seguir, permítaseme resumir brevemente los diversos elementos del credo monetarista.

Nuestro monetarista ortodoxo cree:

- 1) que el banco central puede controlar la base monetaria;
- 2) que, por consiguiente, la oferta monetaria es controlada mediante un multiplicador de dinero estable;
- 3) que, por lo tanto, se controla el nivel de precios suponiendo una velocidad de circulación estable;
- 4) que el sector privado se encuentra, por consiguiente, debidamente estabilizado, y
- 5) que, si la dimensión del sector público se mantiene dentro de ciertos límites, se asegura un grado razonable de control macroeconómico.

Las numerosas discusiones sobre el monetarismo no se centran menos en las técnicas utilizadas. Se han convertido en temas políticos e incluso han llegado a las elevadas alturas de las reuniones cumbre de los dirigentes políticos del mundo. Nosotros, los que estamos al frente de los bancos centrales, ¿no nos quedamos a veces algo desamparados, al margen? ¿Se han puesto de acuerdo las autoridades de los bancos centrales entre sí con respecto a cuáles son las mejores y más adecuadas técnicas monetarias? Permítaseme detenerme brevemente en este punto.

Me parece que, en todo caso, existe un nivel considerable de acuerdo sobre un aspecto importante. La política monetaria es, por su misma naturaleza, una política relativa a la cantidad. Antes muchos bancos centrales aplicaron una política orientada a uno o más tipos de interés a fin de lograr o mantener cierto nivel de tipos de interés. La oferta monetaria resultante se aceptó como una variable dependiente. Es evidente que no puede esperarse que dicha política produzca la oferta monetaria que debe considerarse adecuada desde el punto de vista de la estabilidad de la economía y del mantenimiento del valor del dinero. Esto no significa que, al aplicar una política destinada a controlar la oferta monetaria, puedan descuidarse los tipos de interés; volveré a esto más adelante. La pregunta que nos planteamos en este momento es: ¿de qué manera puede la oferta monetaria ser controlada por el banco central y cuáles son las ventajas y las desventajas?

Las variantes usuales de una política cuyo objeto es controlar la oferta monetaria se dividen, en términos generales, en dos categorías principales, a saber, métodos directos y métodos indirectos. Según el método directo se impone un tope a las actividades del sistema bancario a fin de garantizar que las operaciones crediticias que crean dinero se mantengan dentro de los límites fijados. No todos los bancos centrales están facultados para hacerlo. En los Países Bajos y en Francia, por ejemplo, los bancos centrales han ejercido, y en la actualidad ejercen, esas facultades. Según el método indirecto, el banco central trata de controlar la oferta monetaria mediante el control de otras variables que supuestamente guardan una relación suficientemente fija con aquélla. En este caso el nivel del tipo de interés reviste una importancia fundamental como parte esencial del mecanismo de transmisión que mantiene o restablece la relación. El llamado método de la base monetaria es el principal ejemplo de las técnicas en cuestión. Quisiera ahora analizar brevemente la técnica monetaria usada más frecuentemente con la ayuda de la variante empleada en los Países Bajos. En mi país durante muchos años hemos tenido a nuestra disposición el instrumento de los topes crediticios, conocido en francés como *encadrement du crédit*. Si la expansión de la oferta monetaria corre el riesgo de alcanzar proporciones demasiado grandes, el Banco de los Países Bajos puede imponer restricciones al volumen de crédito que otorga el sistema bancario. Esta facultad se ha ejercido en varias oportunidades; las últimas restricciones se impusieron a partir de 1977 y se suspendieron recientemente, dado que el crédito de los bancos se había mantenido por debajo del tope prescrito durante un período suficientemente prolongado. El sistema funciona de la manera siguiente: se fija un aumento porcentual máximo determinado para el total de activos del sistema bancario, excepto para los efectos a corto plazo emitidos por las autoridades públicas (excepción que puede anularse en el futuro). Sin embargo, los fondos a *largo plazo* reunidos o recibidos por los bancos o, en otras palabras, los ahorros genuinos, pueden prestarse sin restricciones. Por consiguiente, el margen de expansión permitido de las operaciones de préstamo se incrementa en la cuantía de dichos fondos a largo plazo. Expresado de otra manera, las operaciones de préstamo del sistema bancario se restringen en la medida en que crean dinero y no se restringen en la medida en que se financian con fondos a largo plazo. El resultado es que toda demanda de crédito que supere el volumen admisible desde un punto de vista monetario se traslada al mercado de capital y, por lo tanto, puede impulsar al alza de tipos de

interés del mismo. Los hechos han demostrado que el instrumento monetario empleado por el Banco de los Países Bajos da por resultado un control bastante efectivo de la oferta monetaria y va unido a un efecto evidente sobre los tipos de interés a largo plazo.

Otro instrumento del banco central de los Países Bajos, la política del mercado de dinero, tiene por finalidad controlar la liquidez de los bancos. Aunque en otros bancos centrales éste es el instrumento por antonomasia para tratar de controlar la oferta monetaria, no sucede así en los Países Bajos. El Banco de los Países Bajos controla la liquidez del sistema bancario de tal forma que los tipos de interés a corto plazo guardan una relación normal con los tipos de interés a largo plazo, prestándose la debida atención al tipo de cambio. Esta política se pone en práctica con la ayuda de cupos de empréstitos semipermanentes a disposición de los bancos, complementados, cuando hace falta, con una política de mercado abierto. Esto significa que, solamente en circunstancias excepcionales, y en especial en el caso de que exista una fuerte especulación contra el florín holandés, el endurecimiento de la política del mercado de dinero hará que los tipos de interés a corto plazo aumenten temporariamente a niveles muy por encima de los tipos del mercado de capital.

Dicho en otros términos, la política monetaria básica destinada a controlar la oferta monetaria ejerce este control a mediano plazo, influye en los tipos de interés a largo plazo y, desde luego, contribuye además a lograr el equilibrio global de la balanza de pagos. La política del mercado de dinero es una política complementaria y a corto plazo, mediante la cual se evita en lo posible que se produzcan importantes fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo y, por lo tanto, también se intenta impedir las oscilaciones de los tipos de cambio que no obedecen a la posición básica y evolución de la balanza de pagos.

¿Es decir que la técnica de la política monetaria tiene sólo ventajas y ningún inconveniente? Tiene un inconveniente fundamental. La expansión crediticia permitida para cada banco debe basarse en cifras anteriores. Si las restricciones crediticias de este tipo se mantienen durante demasiado tiempo tienden a sofocar la competencia, efecto contrario a los principios fundamentales de la economía de mercado. En consecuencia, a un período de varios años con dichas restricciones debe seguir otro sin ellas. Es evidente que cuando existe una inflación persistente, como la actual, dicho sistema es muy difícil de poner en práctica.

La política monetaria aplicada actualmente en Estados Unidos tiene por objeto controlar la oferta monetaria mediante la regulación de la

liquidez del sistema bancario. No hace falta que me explaye sobre la técnica exacta. Permítaseme decir únicamente que se basa en la supuesta estabilidad de las relaciones entre los diversos componentes de la oferta monetaria ($M_1, M_2 \dots M_x$) y las reservas obligatorias respectivas. Esto no puede menos que, como ha resultado en la práctica, aumentar las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo y a veces producir diferencias muy importantes entre los tipos a corto y a largo plazo. Además, puede provocar considerables oscilaciones del tipo de cambio. Recientemente esta política monetaria ha sido objeto de rigurosas críticas y esto, en cierta medida, es comprensible. Una política monetaria que da origen a tipos preferenciales del 20 por ciento cuando la tasa de inflación es de alrededor del 10 por ciento, que impulsa al tipo de cambio al alza hasta un nivel muy discordante con la posición básica de la balanza de pagos y que, por lo tanto, tiene graves efectos perturbadores a nivel internacional, pide a gritos que se la cuestione, aun sin considerar la preocupación que exige por las cifras semanales de la oferta monetaria y las expectativas desestabilizadoras que se crean, por consiguiente, con respecto a los tipos de interés en los mercados de dinero y de capital (en este contexto, Alexandre Lamfalussy utiliza el término efecto del ciclo de la cría de cerdos, conocido en teoría económica). Me resulta difícil creer que esta técnica de política monetaria sea la mejor. Aun así, es necesario atenuar esta crítica. El hecho de que en Estados Unidos la lucha contra la inflación se libere con tenacidad y un fuerte sentido de objetivo merece nuestra cordial aprobación. Únicamente con respecto a las técnicas monetarias utilizadas es posible la duda, pero incluso esta duda debe encuadrarse dentro del marco de la frecuente incapacidad de los críticos cuando se trata de sugerir alternativas adecuadas.

He bosquejado estos dos tipos de política monetaria para ilustrar el argumento según el cual, en lo que se refiere a la política óptima para controlar efectivamente la oferta monetaria, los altos funcionarios de bancos centrales lamentablemente tenemos que admitir que se trata de una cuestión todavía pendiente. Me he encontrado con esta realidad también en el círculo de los países que participan en el SME. Un sinnúmero de instrumentos, que difieren de un país a otro, vuelve sumamente difícil la armonización de las políticas. No obstante, es ésta una esfera que constituye el centro mismo de la banca central. En esta esfera recibimos las críticas de los sectores académicos y políticos y, me parece, cada vez en mayor grado. En el futuro tendremos que

intensificar nuestras discusiones sobre el tema, por ejemplo en Basilea, a fin de lograr una mayor claridad, al menos para salvar el pellejo.

Permítaseme finalizar esta conferencia. Después de la segunda guerra mundial, la vida de quienes dirigían los bancos centrales era, en términos relativos, bastante simple: tipos de cambio fijos, ausencia de inflación o, a lo sumo, una tasa de inflación muy baja, pequeños déficit del sector público en muchos países y gremios que solían estar dispuestos a negociar. En esas condiciones, controlar la oferta monetaria es un asunto relativamente fácil. No obstante, a mediados de la década de 1960 y en los años siguientes desaparecieron muchas de estas cómodas certidumbres, se desató la tormenta y no hemos salido indemnes. Nos encontramos ahora ante la enorme dificultad de recuperar en las dos últimas décadas de este siglo algo de lo que hemos perdido en el camino. Tendremos que ir tanteando para encontrar otra vez la ruta. ¿A dónde debería conducirnos? Al restablecimiento de la estabilidad de los tipos de cambio y a la destrucción de las raíces de la inflación también a través de políticas monetarias adecuadas. Los bancos centrales tienen por delante una tarea difícil. Para llevarla a cabo no recibirán invariablemente el respaldo del mundo de los políticos y la política. En su brillante Conferencia Per Jacobsson de 1979, *Tribulaciones de los bancos centrales*, Arthur Burns fue franco sobre este tema; tras quejarse de que el gobierno solía ocuparse de “ampliar los beneficios que la población en general recibía, o de uno u otro grupo” (pág. 17) explica por qué era tan difícil políticamente que el Sistema de la Reserva Federal mantuviera controlada la oferta monetaria (pág. 16).

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”.

No, la vida no va a ser fácil para los altos funcionarios de los bancos centrales en las dos últimas décadas del siglo XX. Pero por muy difícil que resulte, debemos seguir dispuestos a realizar lo que considero nuestra tarea fundamental —independientemente de las muchas diferencias existentes en nuestros estatutos— es decir, ser los

guardianes de la integridad del dinero, la integridad del dinero tan preciada para Per Jacobsson, en cuyo honor se da esta conferencia.

* * *

SEÑOR MARTIN: Muchas gracias, señor Zijlstra, por sus palabras. Estoy seguro de que leeremos y estudiaremos su conferencia cuidadosamente.

Nuestro comentador de hoy es el señor Albert Adomakoh, y es un gran placer para nosotros el contar con su participación. Sus intereses abarcan desde la economía hasta el derecho, y ha desarrollado actividades bancarias, empresariales y gubernamentales. Ha desempeñado muchos cargos importantes; ha sido Gobernador del Banco de Ghana y también Ministro de Agricultura de ese país. Con ustedes, el señor Albert Adomakoh.

Comentarios

Albert Adomakoh

Señor Presidente, señoras, señores: Es un gran honor para mí el haber sido invitado a participar en esta serie de conferencias celebradas en honor de un gran hombre. Estoy muy agradecido por eso, y por la oportunidad que se me brinda de compartir este estrado con el Dr. Zijlstra, de quien tanto había oído hablar pero a quien no tenía el gusto de conocer.

En estos días pasados varios amigos me han manifestado su sorpresa ante el hecho de que fuera a hablar de la retrospectiva. “¿De qué sirve? ¡Lo que necesitamos es previsión y no retrospectiva!”, fueron sus palabras. A menudo oímos decir que la retrospectiva es un juego de niños, es decir, que es muy fácil ser sabio una vez ocurridos los hechos. Bien, el matiz es claro, pero tal vez debamos recordar la filosofía poética de T.S. Eliot, para lo cual citaré sus propias palabras:

El presente y el pasado
están tal vez presentes en el futuro,
y el futuro es parte del pasado.

“Burnt Norton”, Four Quartets

Después de la interesante conferencia pronunciada por el Dr. Zijlstra, estoy seguro de que a nadie le queda ninguna duda de que la retrospectiva puede ser un noble pasatiempo. En primer lugar, tal vez resulte reveladora su observación, de la época en que era profesor, de que los economistas académicos en general no tienen mayor afinidad con los funcionarios de bancos centrales, y el ejemplo que cita ciertamente proviene de una fuente ingeniosa y de mucho peso. Pero luego se nos recuerda una cita atribuida a Lord Norman —otro gobernador de banco central igualmente astuto— de la época en que dirigía el Banco de Inglaterra, de que si él empleaba

economistas, esperaba que no le dijeran lo que tenía que hacer sino que le explicaran por qué lo había hecho. Parece, entonces, que ambas observaciones son valederas y se las puede considerar como pequeñas diferencias entre amigos. No obstante, el problema reside en que, de no ser así, nos veríamos forzados a preguntarnos de qué lado se halla el Fondo Monetario Internacional.

Es mucho más interesante, desde el punto de vista práctico, la tensión a la cual se refirió el Dr. Zijlstra y que a menudo existe entre el Ministerio de Hacienda como autoridad fiscal y el banco central como autoridad monetaria. Es inevitable la fricción que se produce cuando la política fiscal se orienta en un sentido determinado y las autoridades monetarias deciden que no pueden seguir la misma dirección. La pregunta que se formula a menudo es si los bancos centrales pueden o deben negarse a cooperar con quienes dirigen la política. A menudo, cuando esta pregunta es real y requiere una respuesta, el problema se reduce simplemente a una contienda entre dos individuos obstinados, que en general se resuelve al retirarse uno de ellos de la escena.

En cuanto a la política, especialmente en épocas de crisis, pienso que se puede decir que, en general, las dos personas tratarán de allanar las dificultades mucho antes de que se transformen en conflictos. Y por lo tanto, mucho depende del toque personal y las circunstancias del caso. Cabe señalar, si bien esto no ha de sorprendernos, que el Dr. Zijlstra no ha experimentado dificultades de esta naturaleza en el período de casi 15 años durante el cual ha ocupado el cargo de Presidente del Banco de los Países Bajos. Una de las extraordinarias cualidades del Dr. Zijlstra es que fue Ministro de Hacienda y Primer Ministro antes de ocupar el cargo de Presidente del Banco de los Países Bajos. Y no me cabe la menor duda de que éste es un insólito ejemplo de la montaña que va a Mahoma. En general, todos estamos acostumbrados a observar el caso opuesto.

En su ponencia, el Dr. Zijlstra se concentró en tres temas: los tipos de cambio, las reservas internacionales y la política monetaria; sin embargo, se refirió especialmente a la política monetaria, lo cual no tiene nada de sorprendente en vista del furioso debate actual sobre el monetarismo, y sobre si es posible o no hacer de él la piedra angular de la política económica. Muchas personas expresan dudas acerca de su conveniencia, se plantean preguntas acerca de su éxito o su fracaso, y se oyen objeciones a la repercusión que tiene en las economías nacionales y en la economía internacional.

En cuanto a la conveniencia del monetarismo, el Dr. Zijlstra opina que, "en cuanto instrumento destinado a guiar adecuadamente la economía, el control de la oferta monetaria es necesario pero no suficiente". Si bien el actual experimento que se lleva a cabo con el monetarismo, particularmente en Estados Unidos y el Reino Unido, ya se ha prolongado durante casi dos años, probablemente sea prematuro preguntarse si el mismo ha sido un éxito o un fracaso. Y en este caso también según mi opinión, el Dr. Zijlstra tal vez desee librar el problema al juicio de otro organismo, el Banco de Pagos Internacionales, el cual ya se ha señalado que tiene un interés profesional en el problema. Refiriéndose al monetarismo, el BPI señala en el Informe Anual de 1979-80 (pág. 47) que "por una vez se ofrece, a los economistas y rectores de la política económica, la posibilidad de observar un experimento similar a los que se efectúan en el campo de las ciencias naturales. Indudablemente, el resultado tendrá repercusiones más importantes que su efecto en la economía del Reino Unido solamente". Por lo tanto, suponemos que el BPI volverá a referirse a este tema.

Algunos de los efectos del monetarismo ya se hacen sentir en la economía de diferentes países a través de la persistencia de los altos tipos de interés y las elevadas tasas de inflación, la inestabilidad de los tipos de cambio (especialmente en el caso de la libra esterlina), la recesión comercial, el creciente desempleo y las bajas tasas de crecimiento del producto nacional bruto. Pero, una vez más, los protagonistas sostienen que esto sólo significa que la política está abriéndose camino dentro del sistema e insisten en que todo se arreglará con el tiempo. No obstante, el problema reside en la posibilidad de que el proceso de corrección sea tan perjudicial para la economía que tan pronto como se logre la recuperación se deban adoptar nuevas medidas para contener los precios.

Sin embargo, es evidente que el experimento ya ha tenido serias repercusiones internacionales, especialmente en los países en desarrollo, que ocasionarán perjuicios a largo plazo si la situación se prolonga. No me cabe duda de que ustedes esperan que haga algunos comentarios al respecto.

La situación de los países en desarrollo se ve influenciada por dos grupos de factores: por un lado, los factores externos, y por el otro, los factores nacionales dinámicos. Los factores externos tienen su origen en los hechos ocurridos en otros países —en este caso el mundo desarrollado— y, a diferencia de los factores nacionales, escapan al control de los países en desarrollo. Por este motivo, la

evolución de las economías de los países desarrollados constituye una seria preocupación para los países en desarrollo, y es desde este punto de vista que quiero examinar el problema.

Lo que el monetarismo ha desencadenado en los países industriales desarrollados es el aumento de los tipos de interés, la reducción del gasto público y la fluctuación de los tipos de cambio, mientras que, al mismo tiempo, las tasas de inflación se mantienen a un nivel elevado. Los efectos internos de todo esto son la depresión de la actividad económica, el aumento del desempleo y el estancamiento o la desaceleración del crecimiento económico. Por consiguiente, ha disminuido la demanda de importaciones en los países desarrollados, lo cual significa que también han disminuido las exportaciones de los países en desarrollo. Además, a causa de la disminución de la demanda, los precios de los productos básicos han bajado, en algunos casos bruscamente, y están expuestos a grandes fluctuaciones. Estas fluctuaciones se ven exacerbadas por la repercusión de los altos tipos de interés en los mercados de capital, que se traduce en el desplazamiento continuo de los fondos, de los mercados de productos a los mercados financieros y viceversa, para sacar partido de los altos tipos de interés.

El efecto combinado de la reducción del volumen de exportación y la disminución del precio unitario de los productos exportados ha sido una considerable aminoración de los ingresos de exportación de los países en desarrollo, que repercute en sus balanzas de pagos. Este es el problema relativo al ingreso. En cuanto a los pagos, los altos tipos de interés vigentes en los mercados de capital también intensifican la presión a que están sometidas las balanzas de pagos. La situación es particularmente seria para los países en desarrollo que son importadores netos de petróleo. Se estima que el déficit en cuenta corriente de dichos países aumentará de \$45.000 millones en 1979 a alrededor de \$78.000 millones en 1981.

Si bien uno de los principales factores que han influido en esta evolución es el deterioro de la relación de intercambio observado en la década de 1970, la repercusión del aumento que han experimentado los tipos de interés en estos últimos años también ha sido considerable. Se estima que los pagos de intereses y las remesas de beneficios aumentarán de \$34.000 millones en 1980 a alrededor de \$44.000 millones en 1981. Indudablemente, el rápido aumento de la deuda externa se traduce en un marcado aumento de los pagos de intereses, pero también hay que tener en cuenta el hecho de que, como los intereses pagaderos sobre una gran parte de las deudas varían en la

misma proporción que los tipos de cambio flotantes, los tipos de interés más altos vigentes actualmente en los mercados de capital han repercutido en el costo del servicio no sólo de las nuevas deudas contraídas, sino también de las antiguas deudas pendientes. Según informaciones de buena fuente, cada punto porcentual de aumento del tipo de interés en los mercados de capital representa un aumento del servicio de la deuda de los países en desarrollo igual a \$2.000 millones anuales. La gravedad de los efectos del aumento de los tipos de interés también puede apreciarse al observar que, según las estimaciones, el servicio de la deuda más las remesas de utilidades ascenderán a alrededor del 28 por ciento de los ingresos de exportación en 1981, frente al 25 por ciento registrado en 1980.

Además, dichos países deben destinar al pago de interés y amortización de préstamos anteriores una gran proporción, cada vez mayor, de los nuevos préstamos que obtienen, y se estima que el producto neto de los nuevos préstamos como proporción de los préstamos brutos obtenidos asciende solamente al 33 por ciento en 1981. Esto significa que una proporción creciente de los nuevos préstamos obtenidos se destina a pagos de interés y amortización, lo cual deja un margen cada vez menor para el financiamiento del desarrollo. El efecto acumulativo de este proceso será el de destruir la solvencia de los países en desarrollo no exportadores de petróleo y su capacidad de obtener capital en los mercados extranjeros. Esta es una situación común actualmente en varios países africanos y otros países en desarrollo y, por consiguiente, en muchos casos nos encontramos frente a la proverbial situación de indigencia en medio de la abundancia.

Para poder cumplir con los pagos del servicio de la deuda, los países que se hallan en esa situación sólo tienen dos recursos: ya sea la reducción de sus programas de inversión y, por lo tanto, de la tasa de crecimiento económico, o la obtención de fondos oficiales provenientes de fuentes multilaterales y bilaterales.

Por supuesto, a los países en desarrollo exportadores netos de petróleo les irá mejor; si bien algunos de ellos prevén grandes déficit de balanza de pagos para este año, su riqueza petrolera les permitirá obtener préstamos con mayor facilidad que a los países en desarrollo que son importadores netos de petróleo. Además, aun entre los países en desarrollo importadores netos de petróleo a algunos les irá un poco mejor que a otros pero, en general, según varios informes económicos publicados recientemente por instituciones nacionales e

internacionales, las perspectivas generales de los países en desarrollo son sombrías y pesimistas.

De preguntárseme si creo que el monetarismo puede funcionar como instrumento de ajuste económico en los países en desarrollo, mi primera reacción sería la de refugiarme en una evasiva y opinar que no se debe considerar el monetarismo por sí solo. Tal vez agregaría que, como parte de un programa, digamos, de estabilización, los instrumentos de control de la oferta monetaria desempeñarán una función importante, aunque esta función sea meramente simbólica. Pero más me inclinaría a decir que deberíamos examinar los instrumentos de control de la oferta monetaria y ver de qué manera funcionan, en la práctica, en un país en desarrollo. Con este fin, consideraré los efectos de 1) los tipos de interés, 2) la reducción del gasto público y 3) el ajuste del tipo de cambio, es decir, la devaluación de la moneda.

La situación en la cual el control se hace necesario nos es bastante familiar. El país no cuenta con las divisas necesarias y no puede financiar el mismo nivel de importaciones que antes, los bienes de consumo escasean y comienzan a formarse colas delante de las tiendas, los pagos en mora correspondientes a las deudas a corto plazo se acumulan rápidamente, el dinero circulante ha aumentado mucho y continúa aumentando, la inflación ha alcanzado un alto nivel y los precios suben rápidamente, las reivindicaciones salariales son exageradas, y se ha formado un mercado negro que se alimenta de esta situación y perjudica a la moneda nacional.

Probablemente todo esto comenzó con un gasto público excesivo financiado mediante grandes déficit presupuestarios, y ahora el impulso del gasto se ve exacerbado por la situación imperante. Y, seguramente, para entonces se habrá presentado una solicitud de asistencia al Fondo Monetario Internacional, pero el gobierno no puede aceptar las condiciones de un acuerdo de derecho de giro ya que, en general, una de dichas condiciones es la devaluación de la moneda.

Ante una situación como ésta, ¿hasta qué punto sería eficaz recurrir al tipo de interés? En primer lugar, el tipo de interés tendría que subirse a un nivel muy elevado para que tuviera un cierto efecto disuasivo, ya que los costos, en tal situación, pueden traspasarse muy fácilmente. Ahora bien, en los países en desarrollo el gobierno es generalmente el principal prestatario. Por ese motivo, el Ministerio de Hacienda seguramente no aceptará que se fije un tipo de interés suficientemente alto. Aun en el caso de que se pudiera imponer un

tipo de interés suficientemente alto, éste solamente elevaría el costo de los préstamos obtenidos por el gobierno, el cual se traspasaría al contribuyente aumentando los impuestos. Por lo tanto, no es probable que un tipo de interés alto tenga un gran efecto disuasivo en lo que al gobierno se refiere. Además, por definición, no existe un mercado de bonos. Por lo tanto, el banco central tiene que respaldar los empréstitos del gobierno. Y, en ese caso, es muy posible que al banco central le convenga encontrar un medio más directo de reducir la dependencia del gobierno con respecto a sus servicios. Pienso que, dentro de ciertos límites, hay maneras y medios de lograr esto.

Por otro lado, el efecto de los altos tipos de interés se hará sentir con mayor intensidad en el sector privado, pero esto tal vez no convenga ya que, en la medida en que es eficaz, la carga recae sobre quien no corresponde, en general las industrias de exportación. Ellas son, en situaciones como éstas, las más perjudicadas. Ahora bien, esas industrias son precisamente las que están en mejores condiciones de sacar al país del caos.

Los comerciantes, especialmente los minoristas, simplemente traspasarán los costos de interés al consumidor aumentando los precios. Además, el sector comercial normalmente cuenta con tanto dinero líquido no declarado que puede minimizar su dependencia del sistema bancario. Por consiguiente, para que el tipo de interés sea eficaz tal vez sea necesario adoptar medidas complementarias, tales como la desmonetización, para volver a controlar firmemente la moneda en circulación.

De poder lograrse esto, es decir, si la moneda en circulación puede someterse a control, lo único que se necesitará para dominar la situación será una combinación sensata de tipo de interés y topes sectoriales al crédito, combinación que en un país en desarrollo dará mejores resultados que los altos tipos de interés por sí solos.

Desde el punto de vista teórico, la reducción del gasto público tiene por objeto permitir la expansión de la empresa productiva privada. Se dice que para financiar el gasto público mediante déficit el gobierno utiliza una proporción demasiado importante del ahorro y los recursos reales del país, motivo por el cual no quedan suficientes fondos para la inversión productiva y el crecimiento. Esta es la teoría. Pero, en la práctica, a menudo observarán ustedes que, cuando un país en desarrollo está en crisis y el gobierno reduce el gasto público, al mismo tiempo el sector privado desconfía de la situación o se atemoriza, y no sólo no efectúa las inversiones que deja de hacer el gobierno sino que, en realidad, también reduce sus gastos de

inversión. Esta reacción es particularmente notable entre los comerciantes que no son oriundos del país, que ejercen toda clase de presiones para sacar los recursos al extranjero.

Por consiguiente, se puede dar una situación en la cual tanto el gasto público como la inversión privada se reducen al mismo tiempo, para confusión y contrariedad de las autoridades.

El tercer instrumento es el ajuste del tipo de cambio, lo cual en estas circunstancias significa devaluación. Este es el instrumento que más hace vacilar a los rectores de la política económica de los países en desarrollo en cuanto a su aplicación, y el que presenta mayores obstáculos. Tal vez no resulte muy difícil entender por qué.

Los instrumentos utilizados para controlar la oferta monetaria y arreglar el desorden económico en los países en desarrollo son frágiles y no están tan bien definidos como en los países más avanzados. Por lo tanto, no son tan fáciles de manejar. Además, como ya hemos observado, la situación de los países en desarrollo depende enormemente de lo que sucede en el mundo desarrollado, es decir, de las circunstancias externas, las cuales escapan al control de los países en desarrollo.

Aun así, cualquier variación del tipo de cambio y de los efectos de ésta que se prevean en la economía se basará en el supuesto de que se puede ejercer un firme control sobre ciertos factores y mantener un adecuado nivel de disciplina. Si esto no es posible, las fuerzas que desencadene la devaluación pueden ser muy diferentes de las previstas por las autoridades, y la situación podría empeorar en lugar de mejorar. Tengo la impresión de que es el temor a los poderosos factores externos —que son susceptibles de variar, pueden afectar radicalmente a los instrumentos de política y escapan al control de las autoridades— lo que hace que los gobiernos o los rectores de la política económica de los países en desarrollo vacilen cuando se trata de adoptar recomendaciones relativas al ajuste del tipo de cambio o se muestren reacios a aceptarlas.

En cambio, se dan situaciones en las cuales los instrumentos del control monetario no pueden funcionar con eficacia a menos que el tipo de cambio se ajuste previamente. Desafortunadamente, éste sería también el momento en que el público prevé una devaluación y, por lo tanto, se protege y recurre a diferentes tácticas a fin de sacar la mayor ventaja posible de la devaluación venidera o evitar sus peores consecuencias. El elemento de la sorpresa —a menudo tan importante en una devaluación— se pierde de esta manera, con lo cual se neutralizan en gran medida los efectos proyectados.

A modo de ejemplo, puedo referirles que entré en funciones como gobernador en agosto de 1965, precisamente en medio de una situación de este tipo. Las empresas parecían estar bastante seguras de que la devaluación era inminente, ya que constituía la única forma de remediar la crisis financiera que atravesábamos. Pero, por otro lado, el Gobierno había rechazado repetidamente las condiciones de un acuerdo de derecho de giro con el Fondo porque uno de los requisitos era la devaluación de la moneda. La comunidad empresarial estaba completamente desmoralizada y, como sucede a menudo, las fuentes de crédito —como los bancos nacionales, bancos internacionales y servicios de garantía a los créditos de exportación a corto plazo— se habían congelado hasta que concluyesen las negociaciones con el Fondo. Tenía una la impresión de que el objeto de esto era obligar a las autoridades a devaluar la moneda. Entre tanto, las deudas a corto plazo por concepto de importación acusaban serios atrasos, se observaban en los mercados internacionales señales erróneas y los acreedores hacían todo lo posible por sacar su dinero del país.

Y recuerdo muy bien un incidente; mi secretaria me anunció la visita del embajador de un país amigo, que no mencionaré, quien llegó acompañado de su agregado comercial, sin anunciarse previamente. Los recibí en la puerta y los saludé diciendo: "Señor Embajador, ¡qué agradable sorpresa me causa esta visita!" A lo cual él contestó: "Señor Gobernador, no he venido como embajador de mi país, sino a cobrar deudas". Desdichadamente, el embajador tenía instrucciones de un exportador de su país de investigar el caso de una deuda que era absolutamente insignificante pero que no se había pagado en varios meses por un motivo u otro. Le prometí que la deuda se pagaría, y así se hizo.

Este es sólo un ejemplo de algunas de las presiones a que pueden verse sometidos los gobernadores de bancos centrales de los países en desarrollo.

Lo primero que hice al tomar posesión de mi cargo fue escribir, una vez pasadas tres semanas, si mal no recuerdo en septiembre de 1965, al Presidente Nkrumah para comunicarle 1) que después de haber estudiado la situación había llegado a la conclusión de que era mucho peor de lo que había imaginado al aceptar el cargo pero 2) que tenía confianza en que podríamos vivificarla y corregirla, siempre que la autoridad presidencial apoyara al Banco y garantizara que se nos daría la oportunidad de hacerlo, y 3) que si no se procedía de esta manera se produciría un colapso total y, para citar mis propias

palabras, “no creía que la situación pudiera sostenerse más allá de marzo del año siguiente”.

Creo que esto lo sobresaltó. A continuación decidí —con el consentimiento del ministro de Hacienda, quien se mostró entonces más abierto— elevar el tipo de interés bancario al 7,5 por ciento, que en ese momento era muy alto, incluso a nivel internacional. Fijamos topes al crédito bancario (creo que con un sistema parecido al descrito por el Dr. Zijlstra), restringiendo así el crédito para el comercio minorista, la posesión de acciones, la construcción y algunos otros sectores, y liberalizando al mismo tiempo el crédito a la minería, la agricultura —incluida la comercialización del cacao— y las industrias maderera y pesquera. El Ministerio de Hacienda debía adoptar medidas destinadas a mantener los préstamos que el banco central concediera al Gobierno dentro de topes estatutarios y se había de invitar al Fondo a reanudar las negociaciones relativas a un acuerdo de derecho de giro, en el contexto de las cuales se volvería a estudiar el problema del ajuste del tipo de cambio, es decir, la devaluación.

Pero antes de que esto pudiera llevarse a cabo se produjo un cambio de gobierno, en febrero de 1966, y poco tiempo después el Fondo aprobó un acuerdo de derecho de giro. Se proyectó un ajuste del tipo de cambio, pero éste no tuvo lugar inmediatamente. En cambio, el Fondo dio su consentimiento para que pusiéramos en marcha un programa inicial destinado a ordenar las prioridades presupuestarias y abrir los sistemas de crédito interno, modificar la gestión económica, etc., todo lo cual se hallaba en una confusión total. Y el problema residía en que, en medio de esa confusión, ni siquiera se sabía qué tipo debería fijarse para devaluar la moneda en una medida suficiente.

En ese proceso, y una vez más con el apoyo técnico del Fondo, recurrimos a algunos métodos bastante nuevos que resultaron ser eficaces y permitieron obtener resultados rápidos. Este programa fue suficiente para comenzar a restaurar la confianza e inducir al público a reanudar sus actividades comerciales. Las expectativas de una devaluación desaparecieron por completo.

Como consecuencia, cuando anunciamos la devaluación de la moneda nacional varios meses después, la noticia tomó a toda la gente por sorpresa y la devaluación fue mucho menor que la que habría sido necesaria si se hubiese llevado a cabo en el momento de la crisis, es decir, en 1965.

El drama que acabo de describir se desarrolló de 1965 a 1969, pero, hasta cierto punto, los efectos se hicieron sentir hasta 1971. Varios años después, al presentar el presupuesto para 1978–79, el Gobierno hizo una exposición que contenía un comentario que, según mi parecer, constituyó el mejor elogio posible y demostró que la ardua tarea realizada y la dedicación de que dieron pruebas todos los interesados, especialmente los funcionarios del Fondo y la dirección que los respaldó, no habían sido en vano. El comentario decía:

De 1971 a 1977 la oferta monetaria aumentó de un promedio de ₡ 280,6 millones a ₡ 1.761,1 millones, lo cual representa un incremento de ₡ 1.480,5 millones, es decir, más del 500 por ciento. La tasa media de aumento anual aproximada de este período fue de más del 80 por ciento. Esto puede compararse con aumentos de menos del 7,5 por ciento anual en el período de 1969–71, de menos del 2 por ciento anual de 1965 a 1969, y de alrededor del 20 por ciento anual durante la Primera República, es decir, de 1960 a 1965.

Hoy en día, si miramos hacia atrás —lo que hago a menudo— se podría decir que el aumento del 2 por ciento anual de la oferta monetaria que se permitió durante el período de nuestro mandato, 1965–69, fue tal vez demasiado restrictivo, y no constituyó necesariamente un éxito.

Pero yo estaría en desacuerdo con cualquier observación de esa índole, por su falta de fundamento. La primera prioridad, como ya lo he dicho, era estabilizar la situación y dominar el problema, pues esto permitiría adoptar las medidas proyectadas. Al final de 1967 estábamos seguros de haberlo logrado. La etapa siguiente, que comenzó en 1968, consistió en fomentar el desarrollo y el crecimiento, especialmente en la agricultura y en los sectores de exportación y de sustitución de importaciones. Durante este proceso se proyectaba permitir que la oferta monetaria aumentase en la medida necesaria para estimular el crecimiento, pero precisamente en ese momento el banco central debe haber hablado más de lo debido. Ciertamente, yo mismo debo haber hablado demasiado acerca de la necesidad de fomentar la agricultura y acelerar el desarrollo. De esta manera con miramiento —o sin miramiento— se me nombró ministro de Agricultura.

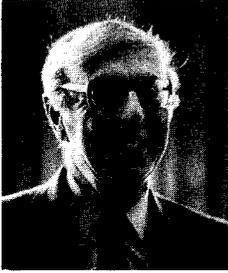
En una entrevista que le hiciera el *Christian Register* al profesor Einstein se le preguntó cuál era la fórmula para lograr éxito en la vida. Einstein dijo que si A representa el éxito en la vida, la fórmula debe ser $A = X + Y + Z$; X sería el trabajo e Y sería el esparcimiento. “Entonces, ¿qué representaría Z?”, preguntó el periodista. “Eso”,

respondió el profesor, "representa el hecho de saber callarse la boca". Por desgracia, no conocía esta ecuación cuando me tocó ser gobernador.

* * *

SEÑOR MARTIN: Muchas gracias, señor Adomakoh, por su interesante exposición. En vista del poco tiempo con que contamos, prescindiremos del debate. En nombre de la fundación Per Jacobsson agradezco a todos ustedes por habernos honrado con su presencia y por haber hecho un éxito de esta reunión. El Director Gerente del Fondo Monetario Internacional invita a todos ustedes a una recepción que tendrá lugar a continuación. Se clausura la reunión.

Biografías



Jelle Zijlstra nació en 1918 en los Países Bajos. Estudió en la Escuela de Economía de los Países Bajos, en Rotterdam, y en 1948 se doctoró con una tesis sobre la velocidad del dinero y su significado desde el punto de vista del valor del dinero y el equilibrio monetario. En ese mismo año aceptó el cargo de profesor de economía teórica en la Universidad Libre de Amsterdam.

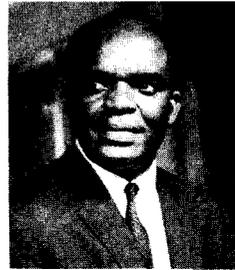
Miembro del Partido Calvinista, se le ofreció la cartera de Asuntos Económicos en 1952, que estuvo a su cargo hasta 1958. De 1959 a 1963 fue Ministro de Hacienda.

En 1963 volvió a enseñar en la Universidad Libre y fue nombrado miembro de la Primera Cámara del Parlamento (Senado) como representante del Partido Calvinista. De octubre de 1966 a marzo de 1967 fue Primer Ministro. En mayo de 1967 sucedió al Dr. M. W. Holtrop en el cargo de Presidente en el Banco de los Países Bajos.

En el terreno internacional, el Dr. Zijlstra fue miembro de la Junta de Gobernadores del Banco Europeo de Inversiones durante el período 1962-63; en 1967 fue elegido Presidente del Banco de Pagos Internacionales y Presidente del Consejo de Administración de dicha institución, en Basilea, y nombrado Gobernador del Fondo Monetario Internacional, en Washington; además, pasó a ser miembro del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de los Estados Miembros de la Comunidad Económica Europea.

* * *

Albert Adomakoh nació en Ghana en 1924. Estudió en el Downing College, de la Universidad de Cambridge, y después de cursar estudios en el Inner Temple de Londres recibió el título de "Barrister-at-Law" (abogado que puede defender causas en los tribunales superiores británicos). Durante su permanencia en la Escuela de Economía de Londres escribió una historia de las monedas y la banca de los países de África occidental.



De 1957 a 1969 fue, sucesivamente, Secretario del Banco de Ghana, Director Gerente y Presidente del Banco Nacional de Inversiones, Gobernador del Banco de Ghana y Ministro de Agricultura.

De 1969 a 1972 fue Director General Asistente de la Organización para la Agricultura y la Alimentación, y luego Director de Inversiones para África y el Oriente Medio en la Corporación Financiera Internacional.

A partir de 1972 el señor Adomakoh ha trabajado como consultor en los campos del desarrollo y las finanzas; ha desempeñado varios cargos en diversas empresas industriales y entidades bancarias y ha formado parte de sus directorios.

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)
- 1981 *Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva*. Conferencia pronunciada por Jelle Zijlstra. Comentarios de Albert Adomakoh (Washington)

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 Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, WIN 7RA, 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. Iengar (<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>