



CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1982

Política monetaria: En busca de asidero

Gerald K. Bouey



Aula Magna
del Centro de Ciencias Médicas
de la Universidad de Toronto
Toronto, Canadá
Domingo 5 de septiembre de 1982

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1982

Política monetaria: En busca de asidero

Gerald K. Bouey

Toronto, Canadá

ISSN 0252-3094

PRÓLOGO

La conferencia Per Jacobsson de 1982, titulada "Política monetaria: En busca de asidero", fue presentada por Gerald K. Bouey, gobernador del Banco de Canadá, en el Centro de Ciencias Médicas de la Universidad de Toronto, el domingo 5 de septiembre de 1982. William McChesney Martin, presidente de la Junta Directiva de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión. Al concluir la misma, Frank A. Southard, presidente de la Fundación, agradeció a los participantes la asistencia al acto.

Las conferencias Per Jacobsson son auspiciadas 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 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 publicado versiones en otros idiomas. Toda solicitud de información deberá dirigirse al Secretario de la Fundación.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
PALABRAS DE APERTURA	
William McChesney Martin	1
Gerald K. Bouey	2
POLÍTICA MONETARIA: EN BUSCA DE ASIDERO	
Gerald K. Bouey	4
PREGUNTAS Y RESPUESTAS	
Gerald K. Bouey	20
Frank A. Southard, Jr.	25
DATOS BIOGRÁFICOS	26
PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS DE LA FUNDACIÓN	27
CONFERENCIAS PER JACOBSSON	28

Palabras de apertura

William McChesney Martin

Señoras y señores: Tengo el gran honor de iniciar esta decimonovena conferencia de la Fundación Per Jacobsson. No cabe duda de que los años han pasado rápidamente y la Fundación ha sobrepasado los objetivos que motivaron su creación.

Nos complace celebrar la reunión de este año en Canadá, un país tan bello. El buen tiempo ha acentuado aún más la amenidad del lugar, y siempre recordaremos la amable hospitalidad brindada por el pueblo canadiense.

El señor Allan J. MacEachen, viceprimer ministro y ministro de Hacienda de Canadá, había proyectado concurrir a esta reunión y pronunciar algunas palabras pero, desgraciadamente, el estado de su salud no se lo ha permitido. Le estamos muy agradecidos por el apoyo que ha brindado a la Fundación.

Resulta difícil iniciar una reunión de la Fundación Per Jacobsson sin traer a la memoria la labor realizada por Randolph Burgess. Muchos de ustedes lo conocieron y saben que desempeñó un papel fundamental en la creación de la Fundación; le dedicó mucho tiempo y atención, y dirigió con éxito sus actividades durante varios años. Los dos presidentes honorarios, Eugene Black y Marcus Wallenberg, han desempeñado esta tarea con la misma dedicación, y les estamos muy agradecidos por su valioso asesoramiento. Ninguno de los dos pudo concurrir a la reunión de este año por motivos de salud, pero nos han hecho llegar sus sinceros deseos de éxito¹.

Si bien nos hallamos ante serios problemas económicos muy generalizados, tenemos la suerte de contar con personas muy capaces de abordarlos. Nuestro orador de hoy, el gobernador Gerald Bouey,

¹Con el fallecimiento de Marcus Wallenberg, que tuvo lugar en Estocolmo el 13 de septiembre de 1982, la Fundación ha perdido a uno de sus miembros que, como director y patrocinador originario, aportó sagazmente un vigoroso ímpetu a la labor que la Fundación ha realizado desde su creación.

es una de esas personas. El Banco de Canadá está logrando resultados excelentes en este período tan difícil y hay que reconocer plenamente al gobernador Bouey su aportación al respecto. Por lo tanto, nos complace especialmente el haberlo convencido para que pronuncie la conferencia de hoy.

El gobernador Bouey ha sido funcionario público durante casi toda su vida. Si bien se ha dedicado a la banca durante algún tiempo, se lo debe considerar el funcionario público por excelencia. Ha desarrollado una labor sobresaliente en la administración pública, lo cual es muy importante en la problemática situación económica actual. Algunas personas pueden estar en desacuerdo con algunas de las políticas adoptadas por el Banco de Canadá, pero nadie puede negar la excelencia de su actuación en esta difícil coyuntura. Por ejemplo, en un reciente viaje que hice a Alaska, uno de los tantos viajeros canadienses que se hallaban en el mismo buque me preguntó si conocía al gobernador Bouey. Respondí que, sin duda, lo conocía, aunque no muy bien, y que tenía previsto encontrarme con él algunos meses más tarde. Mi compañero de viaje opinó que, de no haber sido por el gobernador Bouey, probablemente no habríamos sobrevivido. Yo estuve de acuerdo con esa opinión en ese momento y sigo estándolo ahora. Sin embargo, para ser franco, otro de los viajeros expresó inmediatamente una opinión completamente opuesta. Por lo tanto, ¡imagínense si estoy en condiciones de hacer una evaluación honesta y objetiva!

Como ya he dicho, nos sentimos muy honrados por la presencia del gobernador Bouey en esta reunión y esperamos con impaciencia sus palabras. Este año hemos modificado ligeramente el formato de nuestro debate; en lugar de contar con la asistencia de un comentarista, el gobernador Bouey contestará directamente a las preguntas que el público presente por escrito. Esperamos que las preguntas y respuestas les resulten interesantes.

Ahora tengo el placer de presentarles al Gobernador del Banco de Canadá, señor Gerald Bouey.

Gerald K. Bouey

Muchas gracias, señor presidente, por sus palabras. Ha sido para mí un gran honor que se me haya solicitado pronunciar esta conferencia, sobre todo tratándose de una institución tan prestigiosa como la Fundación Per Jacobsson.

Lamento mucho que nuestro viceprimer ministro y ministro de Hacienda, el señor MacEachen, no haya podido concurrir a esta reunión y pronunciar algunas palabras de apertura. Se ofreció para hacerlo, aun sabiendo que sus funciones en la presidencia del Comité Provisional y otras obligaciones lo mantendrían extremadamente ocupado este fin de semana. Pero se me ha informado que, desafortunadamente, no se siente bien de la garganta.

Política monetaria: En busca de asidero¹

Gerald K. Bouey

Las autoridades de los bancos centrales están siempre a la busca de guías más eficaces para la aplicación de la política monetaria. En parte, esto se debe a la necesidad de hallar un mejor asidero para poder hacer frente a las constantes presiones que, independientemente de la situación económica, surgen desde muchos sectores a favor de dinero más barato y tipos de interés más bajos. Restringir la expansión monetaria es una medida que nunca merece la aprobación del público. Para mí, siempre ha sido mucho más fácil convencer a la gente de que la política monetaria debería haber sido más restrictiva en alguna época pasada que convencerla de que existe una necesidad de restricción en ese momento. La tentación de dejar para más tarde la disciplina financiera siempre es demasiado grande. Por lo tanto, no es sorprendente que las autoridades de los bancos centrales hayan estado buscando con tanto ahínco algún criterio objetivo que las asista en la selección y explicación del curso que debe seguir la política monetaria.

En esta oportunidad voy a referirme sobre todo a esa búsqueda de un marco analítico más adecuado para la selección de las medidas de política monetaria, y no tanto a una determinada política. Además, en esta última década las autoridades de los bancos centrales han aprendido algunas duras lecciones sobre dónde debe plantarse la política monetaria en lo relativo a la intensidad de la lucha contra la inflación, y más adelante también voy a referirme a ello.

Evidentemente, mis observaciones sobre estos temas se basarán en la experiencia canadiense, pero me consta que muchos de los problemas que hemos tenido que abordar en Canadá también han

¹El autor desea manifestar su agradecimiento a sus colegas del Banco de Canadá por la asistencia prestada en la preparación de esta conferencia y, en particular, a R. W. Lawson, J. W. Crow y G. G. Thiessen.

surgido en otras partes, por lo que confío en que gran parte de mis observaciones guarden relación con lo que ocurre en otros países.

Como es probable que ya hayan adivinado, a los efectos de esta conferencia utilizo las expresiones "banca central" y "política monetaria" con carácter prácticamente intercambiable. Me referiré a la manera en que se formula la política monetaria, no al lugar en donde ello se hace.

Por supuesto, soy consciente de que, al proceder de esta manera, paso por alto la cuestión del grado de independencia del banco central frente a la administración y la política gubernamental. Este tema ya fue tratado en detalle y con autoridad por mi predecesor y amigo, Louis Rasminsky, cuando pronunció la conferencia Per Jacobsson de 1966 en Roma. En esa ocasión, hizo hincapié en las ventajas de un sistema que confiera al banco central un grado suficiente de independencia dentro de la administración pública para encargársele de la política monetaria y deje sentado que los representantes elegidos por el pueblo son la autoridad máxima y cuentan con un mecanismo eficaz para ejercer dicha autoridad.

Antes de continuar, quiero hacer unos breves comentarios acerca de la función que cabe esperar de la política monetaria en una economía industrial desarrollada como la de Canadá.

El banco central de Canadá desarrolla sus actividades al amparo de una ley del Parlamento, cuyo preámbulo contiene la siguiente breve descripción de la función de la política monetaria:

Considerando que es conveniente crear un banco central en Canadá con el fin de regular el crédito y la moneda en interés de la vida económica de la nación, controlar y proteger el valor externo de la unidad monetaria nacional y mitigar mediante su influencia las fluctuaciones del nivel general de producción, comercio, precios y empleo, en la medida que sea posible en el marco de la política monetaria y, en general, promover el bienestar económico y financiero de la nación.

A mi parecer, esta descripción, redactada a mediados de los años treinta, sigue siendo válida hoy día. En ella se reconoce que la política monetaria debe aplicarse sobre todo a nivel macroeconómico y no orientarse a determinados sectores de la economía. Además, en la importante frase "en la medida que sea posible en el marco de la política monetaria" también se reconoce que existen límites en cuanto al grado en que algunos de los objetivos económicos mencionados pueden perseguirse eficazmente con medidas monetarias.

Por su importancia, este aspecto merece subrayarse. En todo análisis de la política monetaria se debe tener una idea bien clara en

primer lugar de lo que puede —y de lo que no puede— esperarse de las medidas de política monetaria.

Una de las principales características de las sociedades industriales desarrolladas como la canadiense es el alto grado en que las decisiones en el terreno de la economía se toman a nivel descentralizado. Hacen posible esta descentralización un sector privado relativamente amplio, muy diversificado, y el uso de mecanismos de mercado. En estas sociedades, la administración económica pública se basa sobre todo en la influencia que ejerza en el marco del funcionamiento de los mercados y, sólo de manera limitada o excepcionalmente, en los controles directos, el racionamiento o la asignación oficial en general. En una sociedad de este tipo, la función de la política monetaria es la de lograr una tasa de expansión monetaria que fomente el buen funcionamiento de la economía de mercado.

Sin duda, ya nadie negaría que uno de los requisitos principales para que una economía de mercado logre buenos resultados económicos es contar con una moneda que merezca la confianza del público. Por lo tanto, la política monetaria debe dar prioridad al mantenimiento del valor de la moneda. Así, su libertad de reaccionar ante determinadas situaciones debe considerarse restringida por este objetivo a más largo plazo.

De la debida función de la política monetaria se deduce que existen muchos problemas económicos fuera de su radio de acción. Hay muchos problemas económicos que no pueden resolverse eficazmente con la simple emisión de moneda, y es un error tratar de hacerlo. Si una economía orientada hacia el mercado no logra buenos resultados con una tasa de expansión monetaria que sea coherente con el mantenimiento, o el intento de lograr la estabilidad, del valor de la moneda, lo más acertado será identificar el verdadero origen de los problemas y atacarlo directamente.

Uno de los aspectos que está fuera de la jurisdicción de la política monetaria, y que quiero recalcar en esta reunión, es el grado de flexibilidad con que la economía reacciona ante las fuerzas que sobre ella actúan, sin olvidar la influencia de la propia política monetaria. Volveré a tratar este asunto cuando me refiera al problema de cómo hacer disminuir la tasa de inflación. Por ahora bastará con señalar que, como su alcance no es ilimitado, la política monetaria no puede por sí misma garantizar el logro de buenos resultados económicos en general. Como se ha dicho a menudo, una buena política monetaria es condición necesaria, pero no suficiente.

¿Qué puede hacer en estas circunstancias un banco central para decidir cómo aplicar una “buena” política monetaria, es decir, una política que ejerza la influencia adecuada sobre el gasto total en la economía? Durante el resto de mi ponencia me centraré en las pautas que se han seguido en Canadá para abordar el problema. Ello se reduce a un comentario sobre la manera en que la teoría y la práctica han evolucionado en los años en que he participado en esas actividades, lo que parecemos haber aprendido y las dificultades con que hemos tropezado.

A pesar de los cambios que se han operado con el correr de los años, la opinión básica del Banco de Canadá sobre el funcionamiento de la política monetaria —es decir, el proceso mediante el cual surte sus efectos económicos definitivos— no ha cambiado en absoluto. Y esa opinión consiste en que los tipos de interés son el arma de la política monetaria. Por lo tanto, el principal problema de política siempre ha sido, y sigue siendo, el de cómo llegar a emitir juicios sobre la dirección y la intensidad de la influencia que el banco central debe ejercer sobre el curso de los tipos de interés a corto plazo. Dichos juicios son muy difíciles de emitir a causa del complejo proceso a través del cual los tipos de interés repercuten en el gasto total de una economía.

La evolución de la política monetaria canadiense puede dividirse en tres períodos diferentes. El primero es el período de tipos de interés bajos y estables que siguió a la creación del Banco de Canadá en 1935. El principio de los años cincuenta coincide con el comienzo del período siguiente, en el cual la política monetaria desempeñó una función más activa. Finalmente, la adopción de objetivos monetarios en 1975 caracterizó el tercero de estos períodos.

En los difíciles años de la gran crisis económica de los años treinta resultó evidente que la influencia del banco central debía dirigirse al mantenimiento de tipos de interés bajos; la economía necesitaba un estímulo expansionista y no existía el riesgo de inflación. Durante la segunda guerra mundial, el financiamiento del conflicto se basó también en tipos de interés bajos, pero la política monetaria se vio acompañada de una serie de controles directos. Aunque en el período inmediatamente posterior a la guerra se produjo un brusco ajuste alcista de los precios, la preocupación general de que los años de guerra resultaran ser un mero interludio en un continuo estado de depresión económica contuvo el surgimiento de serias expectativas inflacionistas y los tipos de interés se mantuvieron bajos. En los

primeros 15 años de la historia del Banco de Canadá, es decir, de 1935 a 1950, el tipo de descuento —es decir, el tipo mínimo al cual el banco anticipa fondos— se modificó una sola vez: en 1944 se redujo del 2,5 por ciento al 1,5 por ciento. La tasa de expansión monetaria fue coherente con el mantenimiento de tipos de interés bajos. Por este motivo, aunque las magnitudes de la oferta monetaria se hicieron públicas, éstas no llegaron a despertar mucho interés.

Otro motivo de que se siguiera una política de tipos de interés bajos en los primeros años posteriores a la guerra fue que, en general, se daba mucha más importancia a la política fiscal, en cuanto estabilizador económico, que a la política monetaria. Recordarán que, en aquellos días, no se tenía gran confianza en la eficacia de las fluctuaciones de los tipos de interés en lo que se refiere a influir a corto plazo en el curso del gasto total, si bien esta opinión se basaba en fluctuaciones que hoy nos parecen prácticamente insignificantes. En la medida en que hubiera presiones sobre el tipo de cambio, se las regulaba de otra manera y no interferían en la política monetaria.

En los años cincuenta la política monetaria pasó a desempeñar una función mucho más activa en la estabilización del ciclo económico. En un principio, este cambio se debió a la tendencia de la economía a seguir un ritmo excesivamente intenso durante el conflicto coreano. Más adelante, dicho cambio obedeció también a criterios —cada vez más ambiciosos— tanto en Canadá como en el extranjero sobre los niveles de resultado económico que debían obtenerse de la aplicación de una buena política económica.

Al conferir a la política monetaria esa función más activa, ya no bastaba con considerar las metas de política únicamente en función de los tipos de interés, en parte porque muchos tipos de interés eran algo inflexibles, e incluso rígidos, debido a condicionamientos institucionales o legislativos. Además, las autoridades se mostraron muy reticentes a permitir grandes fluctuaciones de los tipos de interés y las medidas de política monetaria se complementaron en varias ocasiones con la persuasión moral acompañada también de un racionamiento del crédito independientemente de su precio. Por lo tanto, durante la mayor parte del período comprendido entre 1950 y 1975, la política se concibió en términos amplios, que nosotros denominamos "condiciones del crédito", haciéndose hincapié en la disponibilidad de crédito y en su costo.

En Canadá, los bancos eran los principales prestamistas y, para influir en las condiciones de crédito, bastaba en general con influir en

la capacidad y el deseo de los bancos de conceder préstamos. Todavía no se había puesto de moda la gestión de saldos deudores por parte de los bancos, y el volumen de activos líquidos mantenidos en el sistema bancario se consideraba como uno de los principales factores que influía en la disponibilidad de crédito bancario. Por consiguiente, en su gestión monetaria, el Banco de Canadá atribuyó considerable importancia a la medida en que los bancos adquirirían activos líquidos o se desprendían de ellos.

A pesar del optimismo imperante en muchos sectores de cara a los niveles alcanzables por la gestión económica, el quehacer diario de adopción de decisiones monetarias distaba de ser exacto. Recuerdo muy bien que en un determinado momento la adopción de medidas se basaba en un método de tanteo pero, como nadie quería que la palabra "tanteo" apareciera en la descripción de la política del banco central, adoptamos inmediatamente la expresión más elegante de "aproximación sucesiva" cuando ésta comenzó a utilizarse al sur de nuestra frontera.

El método se describió en un informe presentado por el Banco de Canadá en 1962 a una Comisión Real sobre Banca y Finanzas:

Obviamente, no existe una fórmula para que el banco central pueda determinar las condiciones de crédito más adecuadas o el nivel de reservas en efectivo que produzca esas condiciones. El banco debe actuar, en gran medida, mediante aproximación sucesiva, adaptando constantemente sus operaciones ante las pruebas que pueda reunir, según vayan estando disponibles, de la evolución de las condiciones económicas y financieras.

En aquel momento el banco advirtió que debía evitarse el confiar excesivamente en la política monetaria debido a los adversos efectos secundarios que podían ocurrir. Entre ellos cabía mencionar el desigual impacto que tanto el racionamiento del crédito en términos independientes de su precio como los altos tipos de interés producía en varias categorías de prestatarios, más el efecto que la inestabilidad de los tipos de interés tenía en los mercados financieros, en la posición financiera externa del país y en el mantenimiento de la estabilidad de los tipos de cambio. Esta visión del papel de la política monetaria significaba que una gran parte del peso de la estabilización continuaba recayendo en otras medidas de política económica y, en especial, en las medidas fiscales. En 1964 la Comisión Real sobre Banca y Finanzas expresó una opinión similar de la manera siguiente:

La política monetaria no es lo bastante potente para poder actuar por sí sola en toda la gama previsible de condiciones del crédito, incluso en ausencia de condicionamientos internacionales que inhiben su pleno uso.

A pesar de la importancia atribuida a las condiciones del crédito, la oferta monetaria no se dejó de lado por completo. En los años

cincuenta y sesenta se observaron indudablemente períodos de preocupación ante el rápido crecimiento de las magnitudes de la oferta monetaria definidas en su sentido amplio, pero no se contaba con relaciones bien definidas que hubieran podido utilizarse para interpretar dichos agregados monetarios.

Al final de los años sesenta se eliminaron por completo de la legislación bancaria las restricciones sobre los tipos de interés, lo cual permitió que Canadá gozase de una flexibilidad mucho mayor, flexibilidad que adquirió importancia crucial a causa de lo que sucedió después con los tipos de interés internacionales. El racionamiento o disponibilidad de crédito en términos independientes de su precio pasó a ser mucho menos importante y las condiciones del crédito pasaron a significar el tipo de interés.

Este enfoque general de la política monetaria funcionó razonablemente bien en la mayor parte del período comprendido entre 1950 y 1970. A pesar de haberse observado una tendencia a generar niveles cada vez más elevados de demanda agregada en el punto máximo de cada ciclo, la política económica no tropezó con problemas serios mientras el público no preveía más que períodos pasajeros de inflación. Indudablemente, la disciplina de los tipos de cambio fijos contribuyó a mantener las cosas en orden durante cierto tiempo. Pero las crecientes presiones ejercidas sobre los precios por las políticas expansionistas socavaron gradualmente la confianza en la determinación de las autoridades por mantener la estabilidad de los precios y ello hizo que la inflación se considerara más probable.

Durante el período de recesión que tuvo lugar al principio de los años setenta, se impuso a la política monetaria el objetivo de un nivel relativamente bajo de los tipos de interés. La política fiscal también se liberalizó. Esta había sido la fórmula habitual pero, en esta ocasión, casi todos los países industriales se hallaban en la misma fase del ciclo y las medidas de política se combinaron en una expansión económica poderosa y sincronizada. Uno de los motivos por los cuales las autoridades monetarias estuvieron dispuestas a aplicar políticas monetarias menos restrictivas en ese momento guardaba relación con el hecho de que el sistema de tipo de cambio fijo de Bretton Woods había comenzado a desmoronarse. Ningún país deseaba un aumento de los tipos de interés que hiciera que su moneda se apreciara bruscamente por temor a que la pérdida de competitividad internacional en un mercado ya sujeto a perturbaciones obstaculizara innecesariamente la recuperación económica. Resurgió temporalmente el viejo problema de la depreciación competitiva del tipo de cambio, aunque

tras un nuevo velo. La diferencia residió en que esta vez se trataba de una competencia destinada a evitar la apreciación del tipo de cambio. Esta preocupación inmediata con los tipos de cambio recibió claramente mayor prioridad que el riesgo conexo de una futura inflación. Me inclino a pensar que éste fue uno de los principales motivos por los cuales la erupción de la inflación fue tanto más violenta en esta ocasión que en otras recuperaciones anteriores ocurridas en tiempo de paz. Cabe recordar que todo ello sucedió antes de que el brusco aumento de los precios internacionales del petróleo que tuvo lugar en 1973 asestara un nuevo golpe inflacionista a la economía mundial.

No es exagerado decir que la economía mundial todavía está tratando de recuperarse de la inflación desencadenada durante ese período.

El vigor de la repentina expansión económica observada a principios de los años setenta se presentó de improviso. En Canadá, la política fiscal se mantuvo flexible durante algún tiempo y la política monetaria no reaccionó rápida o vigorosamente ante dicho estallido de actividad. Cuando el tipo de descuento se aumentó en abril de 1973, yo mismo hice en un discurso la siguiente pregunta retórica: "¿Por qué elevaría el Banco de Canadá el tipo de descuento cuando las cifras de desempleo más recientes alcanzan el 5,9 por ciento?" Pero ya era tarde en Canadá, como también lo era en los demás países. El tipo de descuento se aumentó repetidas veces y, si bien los tipos de interés nominales subieron a niveles extremadamente altos, después se supo que no habían aumentado con la rapidez suficiente. El intento de situar los tipos de interés en un nivel adecuado durante ese período fracasó sobre todo porque no se pudo determinar cuál era ese nivel en un momento en que la inflación real y las expectativas inflacionistas aumentaban con tanta rapidez.

Era natural que los bancos centrales volvieran a considerar el período en que se desencadenó la inflación a fin de ver cómo se podría haber obtenido un mejor desempeño de la política monetaria. En Canadá se llegó a la conclusión de que el crecimiento de la oferta monetaria, particularmente el de la magnitud más restricta, a saber, moneda y depósitos a la vista, se había acelerado mucho más que la tasa de inflación. Pareció que una política orientada más directamente a estabilizar el crecimiento monetario habría reducido el aumento acumulativo de la inflación que se produjo. Si bien esto nos persuadió de que debíamos prestar mayor atención a la evolución de la oferta monetaria, pasó bastante tiempo antes de que el Banco de Canadá considerara que contaba con los medios necesarios para expresar su

política en función de la evolución de un agregado monetario determinado y con un método viable de vincular su participación en los mercados financieros a las variaciones de ese agregado.

La decisión que tomó el Banco de Canadá en 1975 de adoptar un objetivo para la oferta monetaria se basó en el hecho de que la definición más restricta de una magnitud monetaria (M-1) estaba vinculada de manera muy estable con las fluctuaciones del gasto total de la economía y los tipos de interés a corto plazo. Los tipos de interés a corto plazo continuaron considerándose el medio más indicado para potenciar la política; la función del agregado monetario era la de facilitar la determinación del nivel adecuado de los tipos de interés.

Esta reorientación se debió también al escaso aporte que —a pesar del constante perfeccionamiento de los modelos econométricos— se había logrado de las previsiones económicas y las técnicas de simulación de políticas al desencadenarse la inflación. El atractivo de usar la tendencia de un agregado monetario como guía para la formulación de política radicaba en el hecho de que se limitaba así la necesidad de evaluar el posible curso de la economía en un futuro cercano y la política pasaba a abarcar un período más largo. Se daba mayor importancia a la necesidad de restringir la expansión monetaria con el correr del tiempo si la anterior tendencia inflacionista de la política debía evitarse en el futuro.

El Banco de Canadá, como otros muchos bancos centrales, comenzó en ese momento a dar a conocer sus objetivos de crecimiento monetario. Nosotros éramos conscientes de la importante función que cumplen las expectativas en la actividad económica y teníamos la esperanza de que el anuncio de los mencionados objetivos influiría en las expectativas y, de esa manera, aceleraría la reacción ante las medidas tomadas. Además, el Banco se hallaría así en una posición más sólida para defender las medidas que sin duda harían falta para luchar contra la inflación.

La adopción de objetivos monetarios se ha generalizado en los países industriales y sin duda ha contribuido a que el público apoye el concepto de que la restricción monetaria es indispensable para recuperar la estabilidad de los precios. No me cabe duda alguna de que, si los bancos centrales no hubieran adoptado directrices de crecimiento monetario, el nivel sin precedente de los tipos de interés que se alcanzó para moderar la inflación podría haberse aplazado o, incluso, nunca se habría producido.

Como ya dije, debido al irregular impacto que tiene un nivel demasiado elevado de los tipos de interés, durante algún tiempo ya

había sido motivo de preocupación el peligro de llegar a depender excesivamente de la política monetaria con fines de restricción financiera. Esta preocupación se acentuó aún más en este último período. Aunque se sabía que los tipos de interés aumentarían considerablemente a causa de la inflación, las autoridades de los bancos centrales habrían preferido que a nivel nacional, y en los demás países, se hubiese adoptado una combinación de medidas fiscales y monetarias que hubieran eliminado la necesidad de elevar tanto los tipos de interés.

A pesar del aporte hecho por las metas monetarias en lo referente a encauzar por el buen camino a la política monetaria, en Canadá han surgido problemas prácticos —y supongo que en otros países también— que han limitado el valor de dichas metas como directrices de política. Voy a describir ahora los problemas que se nos han presentado.

En lo que a Canadá se refiere, el problema más grave tal vez sea el hecho de que la relación entre nuestro agregado monetario meta —M-1— y los niveles del gasto y de los tipos de interés no ha resultado ser tan estable como parecía a mediados de los años setenta. La inflación y los altos tipos de interés han conducido a una rápida innovación financiera, estimulada a su vez por el progreso logrado en el campo de la tecnología de la computación electrónica. Las consiguientes fluctuaciones del total y de la composición de los saldos monetarios por los cuales ha optado el público canadiense han sido considerables. Estas fluctuaciones no pueden atribuirse a la desreglamentación financiera, puesto que el sistema financiero canadiense se ha visto libre durante bastante tiempo del tipo de barreras reguladoras que habría influido.

Esas fluctuaciones de la demanda de dinero han sido difíciles de manejar. Hubo períodos en que la variación de M-1 frente a la meta fijada era engañosa, pero era imposible estimar con certeza la magnitud de la variación, salvo después de un período considerable. La interpretación de M-1 también se ha visto complicada temporalmente por los problemas que ha presentado la medición de este agregado a causa de las dificultades de declaración de datos experimentadas por los bancos canadienses a raíz de las revisiones de la ley bancaria. Ante la imprevista fluctuación del dinero, el Banco de Canadá se vio obligado a hallar pruebas de que dicha fluctuación se había debido a la evolución económica fundamental y no sólo a modificaciones de las disposiciones financieras.

Es muy posible que el perfeccionamiento de los sistemas electróni-

cos de pago traiga aparejadas importantes modificaciones del tipo de saldo monetario que el público desea mantener. Todavía queda por ver qué ajustes de las metas monetarias habrá que efectuar a la luz de dichas innovaciones.

Al menos hasta ahora, el examen de agregados monetarios de definición más amplia no indica que éstos ofrezcan una solución atractiva que permita abandonar el uso de M-1.

Otro problema muy real de la determinación de metas monetarias ha sido el de cómo hacer frente a las perturbaciones en los mercados de cambio. En nuestro caso, se han dado varias ocasiones en estos últimos años, especialmente en los últimos dos años, en que el Banco de Canadá se ha visto obligado a reaccionar con bastante firmeza ante las fluctuaciones de los tipos de cambio. Las circunstancias han estado principalmente relacionadas con la baja del dólar canadiense frente a los muy elevados tipos de interés en Estados Unidos, pero algunas veces han obedecido a factores de origen interno.

En una economía abierta como la de Canadá, toda depreciación de la moneda tendrá siempre un efecto inmediato en los precios y un efecto secundario posterior al tratar las personas y las empresas de proteger sus rentas en un medio inflacionista. La aceleración de la inflación se reflejará a su vez en un aumento de la demanda de dinero, lo cual pondrá en evidencia la necesidad de una mayor restricción monetaria, pero para entonces ya se habrá producido el aumento de la inflación y la consolidación de las expectativas inflacionistas.

Otros bancos centrales se han visto aquejados por problemas similares. Los tipos de interés externos excesivamente altos conducen ya sea a tipos de interés internos más elevados de lo necesario para alcanzar las metas monetarias o a una disminución del valor de cambio de la moneda con sus consiguientes efectos inflacionistas. La política monetaria de un país no puede evitar ambos problemas al mismo tiempo. Si los tipos de interés externos fueran excesivamente bajos, surgiría el problema contrario.

Tal vez debiera señalar que en algunos países, especialmente los más pequeños, la posibilidad de recurrir a la política monetaria para estabilizar el tipo de cambio —ya se trate de un tipo de cambio bilateral o ponderado según el comercio— puede ser mucho más atractiva que utilizarla para regular el crecimiento de la oferta monetaria. En realidad, el utilizar el tipo de cambio como orientación hace que una gran parte de la tarea de dirigir los fundamentos de la

política monetaria recaiga en un país o un grupo de países que revisten una gran importancia económica para el país en cuestión y con cuyas medidas deberán contemporizar de una manera u otra los países más pequeños. De adoptarse esa política, se garantiza una tasa de inflación muy similar a la del país o los países a los cuales se haya vinculado el tipo de cambio. En principio, el resultado puede ser tan bueno como, o peor que, el alcanzado con un determinado régimen estrictamente interno; en la práctica, fijar el tipo de cambio como meta tiene mucho más sentido cuantas menos posibilidades haya de regular debidamente la situación monetaria centrando la atención en la evolución financiera interna.

En vista del gran peso que tienen las expectativas en la persistencia de la inflación, en el Banco de Canadá hemos conceptualizado una perspectiva de política orientada más hacia el futuro de lo que estaría una política basada únicamente en metas monetarias, porque creemos que conviene reaccionar de inmediato ante cualquier posible perturbación de viso inflacionista en lugar de esperar hasta que deje sentir su efecto en más inflación y mayor crecimiento monetario. Esto es, por supuesto, muy diferente del considerable pesimismo que suscitaba el estado de la ciencia económica, que tanto influyó en los criterios propugnados inmediatamente después de que apareciera la severa inflación a mediados de los setenta y que fue uno de los motivos que llevaron a recomendar en ese momento el establecimiento de una reglamentación monetaria. Sin duda, sabemos más de los fenómenos económicos que lo que suponen en general quienes se manifiestan partidarios de una estricta adhesión a esa reglamentación. Ello no significa que podamos prever con exactitud cualquier tipo de evolución económica, pero sí sabemos algo acerca de las repercusiones de las diferentes clases de perturbaciones; la depreciación del tipo de cambio ha sido la más importante de ellas. También hemos llegado a la conclusión de que, si los tipos de interés a corto plazo son bajos con respecto a la tasa de inflación, lo probable es que se incentive exageradamente la obtención de préstamos, con lo cual aumentan las actividades especulativas y se intensifican las presiones inflacionistas. Por otro lado, con tipos de interés muy superiores a la tasa de inflación, y si dichos tipos persisten, se ejerce sobre la economía una presión antiinflacionista mucho mayor que la que ésta es capaz de absorber sin grandes dificultades. Estos son factores que nosotros también tenemos en cuenta al considerar la situación actual.

Por estos diversos motivos, la utilización por parte del Banco de Canadá de una meta monetaria como guía para la formulación de

política ha estado muy matizada y hemos recurrido en gran medida a otras fuentes de información y de análisis.

En este examen de la evolución de nuestra política monetaria, mis referencias al contexto económico se han situado en segundo plano. Sin embargo, ahora quiero referirme más directamente a las cuestiones de política monetaria que la situación actual plantea para nosotros y otros bancos centrales.

En la actualidad, el problema de política más inmediato que encara la mayor parte de los bancos centrales no consiste en concebir maneras de administrar la política monetaria en contra del surgimiento de presiones inflacionistas. Se trata más bien de asegurar que la política monetaria ejerce una sostenida presión a la baja sobre la alta tasa de inflación que se registra y, así, restablecer la confianza en el valor del dinero. Esto plantea cuestiones que van más allá de la técnica de formulación de la política monetaria. La exclusiva consideración del comportamiento de las variables financieras —ya se trate de magnitudes monetarias, tipos de interés o cualquier otro factor— no nos dará pie suficiente para elaborar juicios sobre la debida intensidad de la restricción financiera. Para ello habrá que considerar la reacción probable de la economía.

En estos últimos años la mayor parte de los países han experimentado grandes dificultades en lograr resultados de la gestión económica que tan siquiera se aproximen a lo aceptable. Dos ejemplos de esas dificultades son el lamentable y elevado nivel del desempleo y el gran número de quiebras observadas en Canadá y otros muchos países. En general, se reconoce que una gran parte de los pobres resultados de nuestras economías son consecuencia de complejos y enraizados problemas. Uno de dichos problemas es la manera en que la productividad se ha rezagado en todo el mundo industrial durante diez años o más, frustrando las expectativas de un rápido aumento de los ingresos reales. Otro de dichos problemas, al menos en lo que concierne a Canadá, es la desconcertante manera en que las tasas de desempleo registradas —que cabría considerar proporcionales al empeño por evitar la inflación— han aumentado con respecto a los niveles que se alcanzaron hace algunos años. Sin embargo, también es verdad que gran parte de los pobres resultados económicos logrados recientemente se deben a la ardua tarea de adaptar la economía a un medio menos inflacionista.

La reducción de la inflación ha resultado ser una labor difícil y dolorosa, y uno de los principales motivos es el hecho de que las expectativas inflacionistas se hallan profundamente arraigadas. Otro

problema, contra el que han tenido que luchar los rectores de la política económica en la mayor parte de los países, ha sido el escepticismo general del público acerca de la voluntad o la capacidad de las autoridades de adoptar las medidas necesarias para reducir la inflación y perseverar ante las inevitables presiones que dicha lucha entraña. Ante la disyuntiva, muchos países han preferido simplemente correr el riesgo de la inflación. Incluso a medida que crecía la inflación y cuando llegó a ser un problema verdaderamente serio, el escepticismo de que pudiera controlarse se vio apuntalado por la opinión cada vez más difundida de que había que aprender a "tolerarla", independientemente del nivel alcanzado. Por consiguiente, en la actualidad no hacen falta muchas pruebas de que la política económica carece de firmeza, o de que ésta persigue objetivos contradictorios, para que se desencadenen expectativas en los mercados de activos de todo tipo. Estas circunstancias constituyen una saludable advertencia de que ya pasaron los días en que se pensaba que la economía podía reactivarse sin peligro de inflación mediante un rápido estímulo de la demanda.

Las expectativas inflacionistas alientan un comportamiento no competitivo de los salarios y de fijación de los precios y, a su vez, se ven fomentadas por éste. Ese comportamiento puede representar un obstáculo para el logro de buenos resultados económicos en general, pero es probable que sea aún más difícil combatirlo cuando la economía está sometida a las presiones de reducir la inflación. En una economía puede que haya empresas o grupos laborales que crean que es dable hacer caso omiso, sin peligro alguno, de las presiones generales del mercado, ya sea porque el mercado de sus productos o servicios está protegido de una u otra manera o porque pueden controlar la oferta de sus bienes y servicios en medida que les permite insistir en aumentos inflacionistas de los precios y salarios. En algunos casos, parece que se diera al empeño por salvar puestos de trabajo menos prioridad que al mantenimiento de convenios laborales que aseguran salarios elevados. En la medida en que existan reacciones como ésta, todo clima antiinflacionista dará lugar a una reducción de la producción, a quiebras y a un aumento del desempleo, no a mejores resultados en el terreno de los costos y los precios.

Si la economía no reacciona bien ante las presiones del mercado, esto no significa que el banco central deba abandonar sus esfuerzos. La persistencia y credibilidad de las medidas antiinflacionistas son necesarias para modificar las expectativas ya arraigadas, y dicha credibilidad sólo puede lograrse mediante pruebas concretas de éxito.

Además, de nada serviría tratar de compensar las deficiencias de la estructura económica imprimiendo dinero a un ritmo más acelerado. La solución no es esa. Todo país que dependa en alto grado de las políticas orientadas al mercado, tales como las medidas fiscales y monetarias, no puede ser indiferente al mal funcionamiento de sus mercados de bienes y servicios.

En la situación actual, el campo de acción de la política monetaria es evidentemente limitado. El requisito esencial es que se la dirija claramente hacia la moderación. Cabe, no obstante, cierta flexibilidad en el criterio de restricción según la evolución que siga la economía. El recorrido que sigue la economía al irse adaptando a una disminución de la inflación dista de ser fácil y requiere mucho tiempo. En este terreno, al igual que en muchos otros, el objetivo más importante debe ser el de crear y mantener el impulso. Si se ha logrado considerable progreso en la reducción de la inflación, y si los precios del mercado han bajado, un menor grado de restricción será suficiente para continuar progresando en la lucha contra la inflación.

A la luz de estos comentarios, no les sorprenderán mis conclusiones en lo que se refiere a un asidero. No cabe duda de que las metas de crecimiento económico nos han permitido evitar las presiones a favor de una expansión monetaria más rápida y han servido de protección contra errores acumulativos. Si bien hemos visto que no puedan sustituir a la gran variedad de juicios que deben formularse, han añadido un útil elemento de disciplina a la formulación de la política monetaria. Pero las metas monetarias no han sido, al menos en Canadá, el asidero evidente que algunos buscaban.

Sé que las experiencias han variado de un país a otro, y tal vez las autoridades de algunos bancos centrales piensen que las metas monetarias han contribuido, más que en el caso del Banco de Canadá, a vislumbrar un asidero.

En lo que a los objetivos de política monetaria se refiere, creo que las experiencias recogidas durante los últimos diez años nos han demostrado dónde nos debemos plantar. Tenemos que estar decididos a no contemporizar con la inflación. Independientemente de las directrices que se hayan adoptado, durante demasiado tiempo se ha observado una tendencia exagerada a correr con el riesgo de la inflación. Como el proceso ha resultado ser tan difícil de detener, ahora sabemos con certeza que no debemos dar pie a la inflación. Con el tiempo se obtendrán mejores resultados económicos si la política

monetaria no pierde de vista el objetivo de mantener el valor del dinero.

* * *

SEÑOR MARTIN: Señor gobernador, en nombre de todas las personas presentes en esta conferencia de la Fundación Per Jacobsson quiero darle las gracias por una alocución tan estimulante y constructiva.

He esperado hasta este momento para agregar algo más sobre la Fundación. Tenemos la suerte de contar con un presidente como el señor Frank Southard, quien se ha dedicado muy seriamente al estudio de las políticas monetarias y fiscales estadounidenses e internacionales. Lo asisten en su labor dos vicepresidentes, los señores Albert Gerstein y Gordon Williams. El Fondo Monetario Internacional nos ha facilitado los servicios de nuestro secretario, el señor Joseph Lang, y de nuestro tesorero, el señor Michael Fitzpatrick. Les estamos profundamente agradecidos por el ahínco y la dedicación con que han desempeñado sus labores.

También quiero aprovechar esta oportunidad para agradecer a la Universidad de Toronto, el Gobierno de Canadá y el Banco de Canadá la asistencia prestada en la organización de esta reunión. Sus esfuerzos han contribuido en gran medida al éxito de la conferencia.

Ahora quedamos a la espera de las preguntas escritas del público y cedo la dirección del debate a Frank Southard, quien les explicará el procedimiento y recogerá las tarjetas.

SEÑOR SOUTHARD: Ruego a las personas que tengan interés en formular preguntas al gobernador Bouey que las escriban en la tarjeta incluida con el programa. Levanten luego las tarjetas en alto y los asistentes las traerán hasta la mesa. Muchas gracias.

Preguntas y respuestas

Una vez concluida la ponencia, el Sr. Bouey contestó a las preguntas que el público le formuló por escrito.

SEÑOR BOUEY: La primera pregunta es la siguiente: *¿Piensa usted que la base de la política monetaria canadiense debería ser un tipo de cambio estable?*

Yo no diría que lo debería ser siempre. Si todos los países lograran mantener precios razonablemente estables, es muy probable que el tipo de cambio no presentara muchos problemas y, tal vez, un sistema de tipos de cambio fijos como el que tuvimos en el pasado o, incluso, un sistema de tipos flotantes, podrían ser igualmente eficaces. Pero no creo que nos convenga vincular nuestro tipo de cambio al estadounidense. A veces pensamos que nuestras respectivas situaciones son muy diferentes y que algunas de dichas diferencias deberían verse reflejadas en el tipo de cambio. No obstante, si bien es verdad que nuestros tipos de cambio han evolucionado independientemente de los estadounidenses, no podemos jactarnos de haber logrado ventajas significativas en estos últimos años.

Usted sugiere que la función de la política monetaria es la de ejercer una presión a la baja sobre la inflación. Teniendo en cuenta el alto nivel de desempleo que aqueja a los países desarrollados y que, de hecho, se ha eliminado la inflación, usted parece proponer un ataque continuo contra el problema de ayer. ¿Podría usted hacer algunos comentarios al respecto?

En primer lugar, tengo que reconocer que no me había dado cuenta de que la inflación se ha eliminado.

Observará usted que, según el Fondo Monetario Internacional —opinión muy compartida en general—, para combatir el desempleo y lograr que nuestras economías funcionen satisfactoriamente, debemos atravesar esta difícil transición de combatir la inflación y reducirla para sentar las bases de un crecimiento económico razonable. Se trata de un proceso muy difícil, y me consta que muchas personas insisten en hacer una diferencia entre inflación y desempleo y decir que ahora es el momento adecuado de atacar a este último, y que en otro momento se podrá arremeter contra la inflación. Pero estos dos problemas están demasiado ligados para abordarlos de esa manera. Este es el momento de luchar contra ambos, y pienso que podemos hacerlo combatiendo la inflación.

¿Cuál le parece será el impacto del posible incumplimiento por parte de varios países con operaciones en el mercado del eurodólar, en las expectativas inflacionistas de los países industriales y las políticas monetarias respectivas? ¿Cree usted que el oro desempeñará en el futuro una función importante?

No creo que yo vaya a ofrecer ningún asesoramiento sobre el oro. En cuanto al impacto de los posibles incumplimientos, voy a suponer que no se producirán. Pienso que nuestro objeto es hacer las cosas de manera que no haya incumplimientos, y yo no voy a ofrecer comentarios sobre el supuesto de que los habrá.

¿Puede la política monetaria contribuir eficazmente a la estabilización de los tipos de interés reales?

Esa es una cuestión muy importante. La mayoría de nosotros tal vez tenemos en lo más recóndito de nuestro pensamiento alguna idea sobre los tipos de interés reales. La experiencia nos ha demostrado que, cuando el nivel de los tipos de interés reales ha sido muy negativo, la inflación alcanzó tasas muy altas. Sin embargo, también hemos observado que, cuando los tipos de interés reales han sido extremadamente altos, también se han experimentado dificultades. Sería muy difícil fijar el nivel exacto en que deben situarse los tipos de interés reales.

El asunto se complica debido a la tributación. Las empresas que no perciben ganancia alguna pagan naturalmente la totalidad del tipo de interés. Otras, que tal vez no hayan recurrido tanto al crédito y puedan cargar el costo de los intereses a la renta imponible, pueden gozar de un tipo de interés muy favorable una vez pagados los impuestos.

Lo mismo sucede con los ahorristas, quienes se hallan todos en situaciones diferentes. Creo que, incluso ahora, en Canadá, nadie que pague un impuesto sobre la renta que no sea mínimo logrará un tipo de interés que, una vez pagados los impuestos, produzca un rendimiento positivo. Es muy difícil tomar en cuenta todas estas consideraciones y decir que sabemos dónde se sitúa el tipo de interés real. No obstante, tenemos una vaga impresión del nivel real del tipo de interés, que nos puede servir de punto de partida.

En vista de la importancia que ha adquirido la "combinación" de las medidas de política monetaria y fiscal, ¿se justifica la independencia de las autoridades monetarias?

La pregunta nos la disparan con muy buena puntería, ¿no creen? Pues sí; el hecho de que la dirección monetaria sea relativamente independiente dentro del marco gubernamental no impide que haya una buena combinación de medidas monetarias y fiscales. Me

atrevería a sugerir que favorece las probabilidades de una buena combinación. En todo caso, la premisa de que debe haber una cierta separación de poderes, o un cierto obstáculo o freno, entre las autoridades encargadas de gastar dinero y las encargadas de crearlo, me parece bastante válida.

¿Está usted de acuerdo con la opinión de Denis Healy, quien dice que el sistema financiero mundial se halla al borde del caos, y que nuestra red de seguridad se reduce a meras palabras y ya se oyen los truenos de la tormenta que se avecina?

Siento mucho no haber leído el texto. Y tampoco quiero asustar a nadie. Sé que la situación es difícil, pero no estamos al borde del caos. Recientemente hemos visto algunos ejemplos, o al menos un ejemplo concreto, de que, de hecho, la comunidad internacional puede unirse y actuar con rapidez para hacer frente a las vicisitudes actuales. Así pues, la red de seguridad tal vez no esté tan organizada como quisiéramos, pero existe.

En vista de que las relaciones internacionales son cada vez más estrechas y las repercusiones cada vez más directas, al adoptarse una política monetaria, ¿en qué medida debe tenerse en cuenta su posible impacto en otros países? ¿Cuál ha sido la experiencia canadiense al respecto?

No creo que nuestra política monetaria haya ocasionado grandes problemas a otros países. No somos tan importantes a nivel mundial. Sin embargo, los altos tipos de interés en el extranjero nos han ocasionado problemas en algunas ocasiones, ya que sus efectos se pueden hacer sentir a través del tipo de cambio o del tipo de interés interno, o de una combinación de ambos. A veces hemos alcanzado tipos de interés más elevados que los que habríamos deseado y, en otros momentos —por ejemplo, hace un par de años— nuestros tipos de interés bajaron demasiado, y todo esto para que el impacto no recayera exclusivamente en el tipo de cambio.

Pienso que los países más importantes deberían tratar de tomar en cuenta los efectos que la combinación de medidas de política que imponen tiene en la economía mundial. Pero, por supuesto, es mucho más fácil decirlo que hacerlo, ya que cada país encara sus propios problemas. No conviene que las medidas de un país muy importante perturben los tipos de cambio y de interés de otro país. Por supuesto, siempre se puede poner en duda si ha sucedido así o no.

El dólar de EE.UU. está considerablemente sobrevaluado. ¿Complica esto la ejecución de la política monetaria canadiense?

No sé si está considerablemente sobrevaluado, de manera que no

sé si complica o no la ejecución de nuestra política.

¿Está usted a favor de la indización de la deuda para financiar los déficit del Estado?

Este no es en realidad un problema que concierna a los bancos centrales. En la actualidad se están llevando a cabo en Canadá estudios al respecto y pienso que habría que esperar los informes de los expertos.

¿Podría describirnos cuál sería la relación ideal entre el banco central y el gobierno? Y luego, ¿podría hacer algún comentario sobre la actual situación estadounidense?

Desde luego, creo que la relación ideal entre un banco central y el gobierno es la que tenemos en Canadá. De otra manera, sugeriría que la cambiaran. Como creo que usted sabe, en nuestro país, el Banco de Canadá es el encargado, por ley, de la política monetaria, y no tiene manera de evitar la obligación que le incumbe, a menos que el Gobierno se lo impida. Y, en vista de nuestro régimen democrático, reconocemos que los representantes elegidos por el pueblo deben tener la última palabra. Por ello, en una sección de la ley del Banco de Canadá se dispone que el ministro de Hacienda y el gobernador del Banco se mantengan en estrecho contacto; la ley establece además que, en caso de serio desacuerdo que no pueda resolverse por las vías normales, el ministro, con la aprobación del Gabinete, tiene derecho a instruir al Banco acerca de la política que debe adoptarse, la cual se habrá de expresar en términos específicos y poner en conocimiento del público.

Nunca se ha recurrido a esta disposición. Nunca ha recibido el Banco tales instrucciones. Pienso que su finalidad principal es la de delimitar con claridad la autoridad máxima del Gobierno en el terreno de la política monetaria. Nunca hemos considerado que dicha sección significa que el Gobierno sea el encargado de todos los detalles de las operaciones del Banco, pero sí debe estar de acuerdo con la orientación general de la política monetaria o, después de un exhaustivo análisis, adoptar las medidas necesarias para modificarla.

Creo que el sistema es muy bueno. De esta manera, ni el Banco ni el Gobierno pueden eludir la responsabilidad que en ellos recae en materia de política monetaria, y ante el público ambos somos responsables, a menos que se recurra a los poderes directivos.

Este sistema fue elaborado por mi predecesor, el Sr. Rasminsky, cuando asumió el cargo de gobernador del Banco, y luego se incorporó en la legislación.

En el caso de Estados Unidos, yo no creo poder vanagloriarme de

estar tan al corriente de la situación como para sugerir cambios. El banco central goza de un alto grado de independencia, y me refiero a la independencia con respecto al poder ejecutivo. Pero, por supuesto, el Congreso puede cambiar las leyes. Mientras no esté reñido con la constitución, en todo país democrático, los representantes elegidos siempre pueden cambiar las leyes.

Tengo la impresión de que, en la actualidad, la Reserva Federal de Estados Unidos goza de un alto grado de independencia. Tampoco me aventuraría a sugerir que se modifique su sistema.

¿Cómo ve usted el desarrollo de un mercado de eurobonos dentro del marco de la política de tipos de cambio e interés?

Me atrevería a decir que no con mucha claridad. No me parece que los mercados internacionales nos creen grandes problemas. Algunos tienden a creer que el euromercado tiene vida propia y que no forma parte de este planeta en manera alguna. Pero, por supuesto, el dinero que fluye hacia ese mercado o procede de él proviene de unos países y se dirige a otros, e indefectiblemente se verá afectado por las medidas de política que dichos países adopten. De hecho, como ya ha sucedido algunas veces, si los tipos de interés de los mercados del eurodólar y del eurobono son demasiado bajos, es casi seguro que obedecerá a que los tipos de interés son en general demasiado bajos en el mundo entero.

Las medidas adoptadas por los países industriales para combatir la inflación han ocasionado forzosamente un deterioro de la relación de intercambio y una reducción de la corriente de recursos reales para desarrollo, lo cual, a su vez, ha creado un círculo vicioso. ¿Cómo podemos salir de él de manera que se tengan presentes las circunstancias o necesidades de ambas partes?

Creo que este problema es muy delicado y, sin lugar a dudas, uno de los que más interesa a las personas reunidas en este momento en Toronto. La respuesta no es fácil. La respuesta no consiste ciertamente en abandonar la lucha contra los problemas relacionados con la inflación. A todos nos irá mucho peor si seguimos ese camino.

Lo que traté de decir fue que, en los países en los cuales preferimos tener una economía orientada hacia el mercado e influir principalmente mediante las políticas monetaria y fiscal, debemos asegurarnos de que nuestros mercados sean sensibles y flexibles y tratar de hacerlos funcionar de la mejor manera posible a fin de que la aplicación de presiones mediante las políticas monetaria y fiscal tenga un mayor efecto en el aumento de los precios y un menor efecto en la producción y el empleo que el que hemos visto últimamente, y pienso que ésa debe ser nuestra meta. No obstante, quiero agregar que

cuanto antes logremos dominar la inflación y reanudar el crecimiento, mejor será para todos, incluidos los países en desarrollo.

¿Hay alguna posibilidad de separar los tipos de interés a corto plazo de los tipos a largo plazo?

Bueno; lleva tiempo. Creo comprender lo que la persona que ha formulado esta pregunta quiere decir. Es difícil saber con exactitud cuáles son las influencias. El análisis de que es objeto en la actualidad la política fiscal en Estados Unidos puede contribuir a explicar por qué los tipos de interés se han mantenido altos. Se podría pensar que las expectativas inflacionistas, así como la preocupación ante el déficit presupuestario, repercutirían más en los tipos de interés a largo plazo que en aquellos a corto plazo, los cuales responden más bien a la relación entre la oferta y la demanda. Pero los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron altos durante bastante tiempo en ese país. Con todo, ahora han bajado, y los tipos de interés a largo plazo han seguido esa tendencia en cierta medida, lo que significa que existe una relación estrecha. Sin embargo, creo que para obtener más detalles al respecto habría que dirigirse a alguien de la Universidad de Toronto.

Muchas gracias.

* * *

SEÑOR SOUTHARD: Hace mucho tiempo, érase un personaje de historietas llamado Skippy. Un día, luchando con su libro de aritmética, Skippy exclamó: "¡Preguntas, preguntas y más preguntas! ¿Por qué no se le ocurre a nadie escribir un libro de respuestas...?" El gobernador Bouey ha hecho todo lo posible por ofrecernos su libro de respuestas, de lo cual le estamos profundamente agradecidos.

Gracias, una vez más, gobernador Bouey, por el tiempo que ha dedicado a preparar esta conferencia y por habernos honrado con su presencia.

Así concluye nuestra reunión de hoy. Ahora quedan todos ustedes invitados a una recepción que se ofrecerá en Hart House, no lejos de aquí. Muchas gracias a todos, y espero que les resulte agradable el resto de la semana en Toronto.

Datos biográficos



Gerald K. Bouey nació en la provincia de Saskatchewan en 1920 y, ya en 1936, ingresó en el Royal Bank of Canada. Después de cumplir con el servicio militar en los años 1941-45, ingresó en Queen's University; inmediatamente después de su graduación, que tuvo lugar en 1948, pasó a trabajar en el Departamento de Estudios del Banco de Canadá. Desde entonces ha desempeñado diversos cargos en ese banco, entre ellos

el de vicegobernador principal, miembro del Directorio Ejecutivo y miembro del Comité Ejecutivo. A partir de 1973 ha desempeñado el cargo de gobernador del Banco de Canadá.

El señor Bouey es miembro del Directorio Ejecutivo del Federal Business Development Bank, de la Export Development Corporation y de la Canada Deposit Insurance Corporation. También es miembro del Consejo de Regentes de Queen's University.

Si bien la mayor parte de la carrera del señor Bouey se ha centrado en los asuntos monetarios y económicos canadienses, también ha representado al Banco de Canadá en numerosas reuniones de bancos centrales en Estados Unidos y Europa y ha participado en varias conferencias internacionales como miembro de la delegación de su país.

El señor Bouey ha sido nombrado Oficial de la Orden de Canadá y es doctor honoris causa en leyes por Queen's University.

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, *Presidente de la Junta*

Adolfo C. Diz	Pierre-Paul Schweitzer
Wilfried Guth	Frank A. Southard, Jr.
J. de Larosière	Gengo Suzuki
Guenther Schleiminger	H. Johannes Witteveen

Cargos

Frank A. Southard, Jr., *Presidente*
Albert S. Gerstein, *Vicepresidente*
Gordon Williams, *Vicepresidente*
Joseph W. Lang, Jr., *Secretario*
G. Michael Fitzpatrick, *Tesorero*

Conferencias Per Jacobsson

- 1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria*. Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea); agotadas
- 1965 *El equilibrio entre la política monetaria y otros instrumentos de política económica de una sociedad moderna*. Conferencias pronunciadas por C. D. Deshmukh y Robert V. Roosa (Washington); agotadas
- 1966 *La función del banquero central en la actualidad*. Conferencia pronunciada por Louis Rasminsky. Comentarios de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg y Franz Aschinger (Roma); agotadas
- 1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios*. Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Rio de Janeiro); 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); ediciones en español e inglés agotadas
- 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); edición en español agotada
- 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)

- 1975 *Nuevas modalidades públicas y privadas de pagos internacionales.* Conferencia pronunciada por Alfred Hayes. Comentarios de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré (Washington); edición en español agotada
- 1976 *El porqué de la impopularidad de los bancos.* Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea); ediciones en español y francés agotadas
- 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)
- 1982 *Política monetaria: En busca de asidero.* Conferencia pronunciada por Gerald K. Bouey (Toronto)

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, EE.UU. 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.