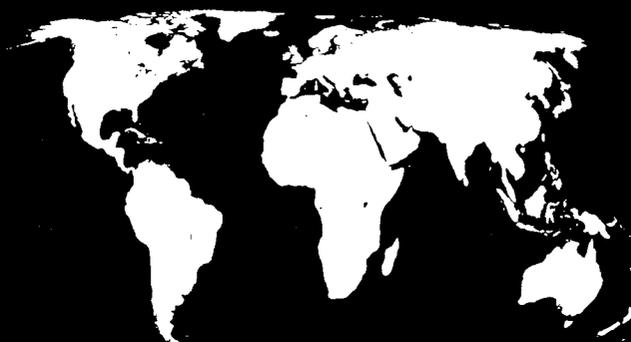


CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1986



La nueva dimensión mundial de las finanzas



Yusuke Kashiwagi

Sala Dorothy Betts Marvin
Universidad George Washington
Washington

Domingo 28 de septiembre de 1986

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1986

La nueva dimensión mundial de las finanzas

Yusuke Kashiwagi

Washington

ISSN 0252-3094

Prólogo

La Conferencia Per Jacobsson de 1986, titulada “La nueva dimensión mundial de las finanzas”, fue presentada por Yusuke Kashiwagi, en la sala Dorothy Betts Marvin de la Universidad George Washington en Washington, el 28 de septiembre de 1986. El señor Kashiwagi es presidente del Consejo de Administración del Banco de Tokio.

William McChesney Martin, presidente de la Junta Directiva de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión cuyas actas se presentan en esta publicación.

Las conferencias Per Jacobsson se realizan todos los años con el patrocinio de la Fundación Per Jacobsson. La Fundación fue establecida en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el propósito de fomentar a nivel internacional un análisis documentado de los problemas de actualidad en el campo de los asuntos monetarios.

Las actas de las conferencias se publican en español, francés e inglés y son distribuidas por la Fundación a título gratuito. Gracias a la colaboración de otras instituciones, en ocasiones también se publican versiones en otros idiomas. Para mayor información se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

Índice

PRÓLOGO	iii
PALABRAS DE APERTURA	
William McChesney Martin	1
LA NUEVA DIMENSIÓN MUNDIAL DE LAS FINANZAS	
Yusuke Kashiwagi	2
PREGUNTAS Y RESPUESTAS	
Yusuke Kashiwagi	16
Frank A. Southard, Jr.	19
NOTA BIOGRÁFICA	20
FUNDACIÓN PER JACOBSSON: PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS DE LA FUNDACIÓN	21
CONFERENCIAS PER JACOBSSON.....	22

Palabras de apertura

William McChesney Martin

Las conferencias Per Jacobsson se cuentan entre los acontecimientos anuales más felices para mí. Con la colaboración del presidente de la Fundación, Frank Southard, he presidido estas reuniones y he presentado al orador durante varios años, y es un placer volver a desempeñar estas funciones.

Este tipo de conferencias nos brinda la oportunidad de reencontrar a viejos amigos y a antiguos colegas. Siempre hemos tratado de mantener el espíritu de continuidad en esta organización, y creo que lo hemos logrado.

Debemos sentirnos sumamente afortunados de contar hoy con la presencia del señor Yusuke Kashiwagi como nuestro orador. Lo conozco personalmente desde hace unos años y es uno de los miembros más eminentes de la comunidad financiera. Es un verdadero placer que sea el ponente de la Conferencia Per Jacobsson de 1986.

Estuve releendo las actas de las conferencias anteriores y las he examinado a la luz de la evolución económica. Los temas de estas conferencias siempre han sido reflejo de cuestiones económicas y monetarias de importancia, y el que hoy presentamos no es una excepción. Recuerdo que en la primera conferencia Per Jacobsson a la que asistí poco se hizo mención de los tipos de cambio, pero todos estábamos conscientes de que en el futuro iban a adquirir una importancia enorme. Y si pensamos en los acontecimientos del presente y en las declaraciones del secretario del Tesoro de Estados Unidos, James A. Baker III, podemos ver que actualmente estamos atravesando ese período. Acorde con nuestra tradición, la conferencia de hoy trata un tema que está relacionado con los hechos actuales. El tema de las finanzas mundiales nos interesa verdaderamente y nos da mucho gusto tener ante nosotros al señor Yusuke Kashiwagi para hablarnos sobre el mismo. Es un placer cederle la palabra.

La nueva dimensión mundial de las finanzas

Yusuke Kashiwagi

Señor presidente, distinguidos invitados, damas y caballeros: Es un gran honor y una verdadera responsabilidad para mí que se me haya invitado a participar en la Conferencia Per Jacobsson de 1986.

En primer lugar, quisiera rendir homenaje a Per Jacobsson. Tuve el privilegio de haber estado en varias ocasiones con esta gran personalidad de las finanzas internacionales. Recuerdo en particular las primeras reuniones del Grupo de los Diez, organizadas al amparo de los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos, para reforzar al Fondo Monetario Internacional y al sistema monetario internacional. Por eso es que siento una profunda satisfacción personal por tener el honor de compartir con ustedes algunas de mis ideas sobre un aspecto tan importante de las finanzas internacionales.

Introducción

Durante el último año, poco más o menos, la economía mundial ha estado atravesando una fase de grandes ajustes debidos al debilitamiento del dólar de EE.UU., a la reducción de los tipos de interés y al desplome de los precios del petróleo. Hasta el momento estos ajustes no han tenido un efecto beneficioso sobre la economía mundial en términos de crecimiento. Por el contrario, han llevado a una especie de juego de tipo monetario en el cual los fondos disponibles para oportunidades de inversión danzan por el mundo en busca de las tasas de rendimiento más altas posibles y pasan por alto los factores de la economía real.

Si el excedente de fondos para inversión continúa canalizándose principalmente hacia diversiones monetarias en lugar de invertirse en la creación de capital real, podría estancarse la actividad productiva del mundo, desatarse una tempestad creciente de choques comerciales en el mundo entero y los países deudores en vías de desarrollo quizá terminasen aplastados por el creciente peso de su endeudamiento. Es más, la confianza en el dólar de EE.UU. puede terminar por derrumbarse, con serias amenazas para los sistemas comercial y financiero del mundo.

Puedo dar dos explicaciones de por qué hay tanto capital superavitario suelto por el mundo. La primera es el desfase que existe entre el momento

en que se generan los fondos, debido a la reducción de costos, y el momento en que se invierten en capital real. Esto ocurre porque no se preparan planes de inversión para hacer frente a imprevistos que surgen por factores externos. En ese contexto, estos fondos difieren de los excedentes acumulados gracias al esfuerzo de la dirección de las empresas para recortar costos de producción o elevar los precios. La segunda es el advenimiento de las llamadas finanzas mundiales. Utilizo la expresión *finanzas mundiales* para referirme a la revolución que se está llevando a cabo en las estructuras financieras del mundo, fenómeno que está creando una amplia gama de oportunidades para el empleo de fondos excedentes.

La revolución desatada por la actual reducción de costos debería desembocar en el retorno al crecimiento económico mundial. Pero antes de que pueda convertirse en realidad, debemos esperar pacientemente hasta que las empresas elaboren planes racionales de inversión. Mientras tanto, los gobiernos necesitan dar el máximo impulso expansionista a sus medidas acorde con las limitaciones de orden monetario y fiscal. Las finanzas mundiales no son, como algunos creen, un fenómeno malsano que debe ser reprimido. Debe estimularse el desarrollo de las finanzas mundiales y orientarlo en aras del crecimiento de la inversión a escala global.

En mi ponencia trataré de explicar los cambios que están ocurriendo en el mercado de Tokio como resultado de la nueva dimensión mundial de las finanzas. También me referiré al tipo de sistema monetario internacional que mejor se adapta a esta incipiente globalización de las finanzas.

En primer lugar, quisiera presentar mis puntos de vista personales sobre las finanzas mundiales en sí.

Finanzas mundiales

La expresión finanzas mundiales, o *globalización de los mercados financieros*, si ustedes lo prefieren, expresa certeramente la dirección que siguen los cambios revolucionarios que están teniendo lugar en los mercados financieros del mundo, aun cuando no está totalmente clara la naturaleza de estos cambios en todos sus aspectos. En su sentido más estricto, por finanzas mundiales se entiende la *internacionalización* de las finanzas a nivel mundial. En otro sentido, también comprende la evolución que ha venido a llamarse *bursatilización*, efecto que lleva a derribar las barreras entre la banca comercial y las compañías que colocan valores, y la *innovación*, o el proceso por el cual se agregan servicios innovadores a las líneas convencionales ofrecidas tradicionalmente en los mercados financieros.

Creo, así, que el concepto de finanzas mundiales incorpora los tres elementos: internacionalización, bursatilización e innovación. Y un rasgo

común que une los tres elementos es la *integración*. La internacionalización, en forma lenta pero segura, está integrando los mercados financieros del mundo en un todo global único que funciona las 24 horas. Más adelante volveré a referirme al tema de la internacionalización.

La bursatilización comprende diversas facetas. Esencialmente, se refiere a un proceso de desintermediación por el cual las empresas que desean captar fondos emiten valores en lugar de solicitar préstamos a los bancos. La banca no puede dar la espalda a esta tendencia, pues está erosionando su actividad comercial básica. Muchos bancos se preparan ante las nuevas circunstancias con la creación de sus propios servicios de colocación de valores o asociándose a firmas dedicadas a las actividades del mercado de valores. Como resultado, hay una integración cada vez mayor entre los mercados mundiales de dinero y capital. Debo agregar, sin embargo, que la tendencia hacia la bursatilización ha encarado especial dificultad en Estados Unidos y Japón, porque en estos dos países las leyes imponen una separación entre las actividades de la banca comercial y las relacionadas con la venta de valores.

En cuanto a la innovación, el tercer elemento de las finanzas mundiales, los instrumentos más recientes incluyen servicios de emisión de pagarés, permutas (*swaps*) de divisas y de tipos de interés, opciones de divisas y tipos de interés y mercados financieros de futuros. Estas novedosas técnicas de financiamiento constituyen enlaces entre los instrumentos financieros tradicionales que hasta ahora se habían negociado en mercados independientes. Dichos mercados se están integrando a través de elementos financieros tales como las diversas monedas, los tipos de interés y los plazos de vencimiento. Consideremos, por ejemplo, el uso creciente de permutas de tipos de interés. Esta novedad tiende a que los tipos de interés converjan en mercados que hasta ahora se encontraban aislados por barreras tales como tasas diferentes de retención de impuestos y diferencias en los sistemas regulatorios del mercado financiero.

Así pues, la integración es un elemento esencial de la tendencia hacia las finanzas mundiales que, a medida que avanza, elimina gradualmente las barreras al mercado levantadas por la nacionalidad, la clase de instrumento y las delimitaciones sectoriales o institucionales. Invariablemente, los participantes en todos los mercados se encuentran expuestos a la turbulencia de la competencia global en el mismo campo de juego.

Cabe esperar un efecto benéfico y positivo sobre la economía real a medida que se amplían y arraigan los mercados financieros del mundo y al mismo tiempo se reduce el costo de los servicios financieros. Sin embargo, también puede esperarse un impacto negativo sobre la economía real. La escalada de la competencia puede distorsionar la función que desempeñan los tipos de interés y de cambio a la hora de determinar los precios de mercado, el abuso de las innovaciones puede dar lugar a una

competencia desleal y la quiebra de instituciones financieras podría alcanzar un nivel peligroso.

La dimensión mundial de las finanzas comenzó a destacarse a principios de los años ochenta. El primer factor que sirvió de estímulo fue la creciente volatilidad de los tipos de cambio y de interés en dólares. A partir más o menos de 1979, las marcadas fluctuaciones de ambos significaban que muchos de los agentes en el mercado con posiciones en dólares surgidas de su participación en el comercio o en las finanzas internacionales encaraban la necesidad de una cobertura de riesgo. La internacionalización, la bursatilización y la innovación resultaron de gran ayuda porque con ellas se ampliaba la gama de oportunidades de cobertura de las posiciones en dólares.

El segundo factor ha sido la urgencia de los gobiernos por adaptarse a las nuevas condiciones mediante la mayor flexibilidad de los controles sobre los tipos de cambio y de interés, de las restricciones a la entrada al país de instituciones financieras extranjeras y las barreras tributarias. Sin embargo, la desreglamentación no ha sido en un solo sentido, pues muchos gobiernos han adoptado el enfoque de “derribar y también construir”, lo que ha incluido la introducción de otros reglamentos para hacer frente a nuevas circunstancias. Aun así, el nivel general de reglamentación se ha reducido. Las finanzas mundiales y la desreglamentación se refuerzan entre sí. La desreglamentación propicia la dimensión mundial de las finanzas y ésta, a su vez, crea un entorno que obliga a los gobiernos a dar más flexibilidad a la reglamentación. Los países que mantienen restricciones innecesarias sobre las transacciones financieras corren el peligro de lesionar su competitividad internacional.

El tercer factor que contribuye al advenimiento de las finanzas mundiales ha sido el increíble desarrollo de las telecomunicaciones internacionales y la difusión de la informática. Gracias a las computadoras y las comunicaciones se puede manejar un enorme volumen de las complejas y diversas transacciones que son la característica de las finanzas mundiales y que han abatido significativamente el costo que entrañan. El camino hacia las finanzas mundiales también se ha visto impulsado por un fenómeno conocido como institucionalización, es decir, la creciente concentración de los fondos mundiales de inversión en manos de inversionistas institucionales. Otros factores que merecen mención son el comienzo de la crisis de endeudamiento de los países en desarrollo en 1982 y el cambio ocurrido en las corrientes internacionales de fondos debido a la caída de los precios del petróleo en el período 1984-86.

Estos son los factores directos que han facilitado el fenómeno de las finanzas mundiales. Quizá debería agregar un factor de fondo más fundamental. Me refiero a la creciente interdependencia de las economías del mundo, una evolución que ha progresado incesantemente desde la

segunda guerra mundial, como lo pone de manifiesto la relación entre el comercio mundial y el producto nacional bruto (PNB). Según las estimaciones del profesor Lester Thurow, esa relación se elevó del 12% en 1962 al 22% en 1984. A medida que las economías del mundo se volvieron cada vez más dependientes del comercio, se fue reforzando la integración por conducto de los vínculos comerciales. Por cierto, la tendencia hacia la interdependencia global de ninguna manera está limitada a las relaciones comerciales. Esa evolución se advierte también en la inversión directa, como vemos en las actividades de las empresas multinacionales y en las transacciones financieras internacionales.

La tendencia hacia un nivel creciente de interdependencia económica a escala global parece ser no solamente irreversible sino también autosostenida. Lo mismo puede decirse de la globalización de las finanzas, o sea, las finanzas mundiales, que no es sino parte integral de esa tendencia más general.

Internacionalización

Entre los diferentes elementos de las finanzas mundiales, el principal es la internacionalización. En el contexto financiero, por internacionalización se entiende que los mercados nacionales principales se integran en un solo mercado mundial que trasciende las distancias geográficas y los husos horarios y está abierto las 24 horas. La internacionalización de los mercados financieros arranca resueltamente a mediados de los años setenta, cuando los países exportadores de petróleo invirtieron gran parte de los enormes superávits que habían acumulado en divisas en el mercado del eurodólar. A su vez, las naciones importadoras de petróleo que habían acusado grandes déficits de sus balanzas en cuenta corriente los financiaron mediante empréstitos en ese mercado. Como resultado de estos acontecimientos, el mercado floreció, con un fuerte aumento de su magnitud y del número de participantes.

Sin embargo, al llegar los años ochenta, grandes cantidades de fondos comenzaron a fluir directamente entre los principales mercados nacionales sin pasar por el mercado del eurodólar. Esto obedeció a los cambios ocurridos en las posiciones de balanza de pagos de los principales países industriales, como puede verse en el drástico aumento del déficit de balanza corriente de Estados Unidos y de los enormes superávits por igual concepto de Japón y la República Federal de Alemania. Este súbito incremento de la interdependencia financiera de las naciones avanzadas clave dio nuevo ímpetu a la internacionalización de los mercados financieros.

De esta manera, la internacionalización se manifiesta en dos formas bien definidas. Una es el crecimiento del mercado del eurodólar, tanto en términos del volumen de fondos como de su expansión geográfica. Desde la sede en Londres, el mercado de los años setenta extendió sus

ramificaciones a lugares tan distantes como Singapur, Hong Kong, la región del Caribe y Bahrein. En 1981 fijó una cabeza de puente en Estados Unidos por conducto de los servicios bancarios internacionales y, en diciembre de este año, se establecerá un mercado extraterritorial en Japón.

La segunda forma de internacionalización financiera es la liberalización externa de los principales mercados nacionales, sobre todo los de Japón, Reino Unido y la República Federal de Alemania, que ha llevado a un mayor número de transacciones directas entre estos mercados y los de otros países. Esta tendencia también ha empujado a las instituciones financieras que manejan los fondos a establecerse en los países con que realizan operaciones.

Desde una perspectiva histórica, la internacionalización de los mercados financieros mundiales se ha caracterizado por rutas opuestas de evolución en Londres y Nueva York. El crecimiento del mercado londinense a partir de los años cincuenta se ha centrado en el mercado del eurodólar en Londres. Este mercado se destaca por utilizar el dólar de EE.UU. en lugar de la libra esterlina, gracias al perfeccionamiento de funciones y la extrema adaptabilidad de la City de Londres y a la política flexible adoptada por las autoridades británicas. Actualmente, la City de Londres atraviesa el período de la "gran explosión". Se trata de una revolución financiera que tiene como meta derribar todas las barreras entre la banca comercial y las empresas que colocan valores. Esto va a hacer de Londres un mercado más libre que el de Nueva York, que sigue limitado por las imposiciones de la Ley Glass-Steagall.

Por el contrario, en el mercado de Nueva York, casi todas las transacciones se basan en el dólar de EE.UU. Nueva York se ha desarrollado como el mercado nacional más grande del mundo y también como el mercado internacional más grande del mundo. Hasta ahora, dos cambios fundamentales han influido en la internacionalización del mercado de Nueva York durante los años ochenta. El primero de ellos fue el establecimiento de los servicios bancarios internacionales a finales de 1981. Estos servicios, que se establecieron para facilitar la competencia con el mercado londinense, representan un avance revolucionario ya que crearon un mercado de eurodólares en el propio Estados Unidos. El segundo cambio ha sido el papel del mercado de Nueva York desde 1983 como cauce para financiar el elevado déficit de la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos. Los encargados de elaborar las medidas monetarias de Estados Unidos ya no pueden considerar solamente las tendencias económicas internas; deben tomar en cuenta las condiciones financieras en otros países y ello ha reforzado los vínculos entre Nueva York y los mercados extranjeros.

Los mercados de Nueva York y de Londres representan dos direcciones polares de la internacionalización. La internacionalización del mercado de Tokio está por comenzar en serio y, a mi juicio, se va a basar en el modelo

de Nueva York. Es decir, Tokio evolucionará como mercado financiero internacional que utiliza sobre todo el yen japonés. En vista de la rápida transformación de Estados Unidos en país deudor, es muy probable que Tokio desarrolle funciones que complementen a las de Nueva York y, sin duda alguna, el yen va a asumir parte del papel que ahora desempeña el dólar de EE.UU.

El mercado de Tokio

La plena internacionalización del mercado de Tokio comenzó a fines de 1980 con la enmienda general de la Ley de Control Cambiario y la aplicación del concepto de "libertad en principio" a todas las transacciones de capital. El ritmo de liberalización e internacionalización de los sistemas financieros japoneses se aceleró a partir de la publicación, en mayo de 1984, de un calendario elaborado por las autoridades japonesas después de haber consultado con Estados Unidos. Las modificaciones se produjeron de acuerdo con ese calendario aunque, ocasionalmente, su introducción se ha adelantado.

En el caso de Japón, la liberalización de las corrientes de entrada y salida de capitales comenzó en los años setenta. Al principio, debido a la lentitud del cambio, el mercado de Tokio se consideraba a nivel internacional como otro mercado nacional en el que se preservaban sistemas financieros peculiares. Habría tres características que simbolizaban el atraso del mercado de Tokio en ese momento. Aunque esas particularidades se han corregido en gran medida, merecen mencionarse porque aún se observan vestigios en varias facetas del mercado. La primera de ellas fue el aislamiento del mercado de Tokio frente a la competencia internacional mediante controles estrictos a las corrientes de capital entre un país y otro; la segunda fue la firme regulación de los tipos de interés para mantenerlos a niveles relativamente bajos, y la tercera fue la marcada delimitación entre bancos comerciales, bancos de crédito a largo plazo, bancos fiduciarios y compañías que negocian en Bolsa.

Las primeras décadas de la posguerra fueron testigos de un crecimiento considerable de la economía japonesa bajo la protección de un sistema financiero particular, que era sumamente eficiente dadas las condiciones que prevalecían en la época. Sin embargo, hacia los años ochenta se sucedieron cambios fundamentales del entorno económico nacional y externo y fue imprescindible introducir modificaciones en los acuerdos financieros tradicionales.

El aislamiento del mercado de Tokio llegó a su fin porque, dada la rápida tendencia hacia la interdependencia global, una nación del tamaño y del poderío económico de Japón ya no podía mantener cerrados sus mercados financieros. El control sobre los tipos de interés también se volvió insostenible tras las enormes emisiones de bonos públicos que se lanzaron después de las crisis del petróleo. El volumen de bonos en

circulación aumentó muchísimo como porcentaje del PNB, y el costo de atender el servicio de la deuda se convirtió en una partida cada vez mayor del presupuesto japonés. Este grave deterioro de la situación fiscal significó que el Gobierno tuvo que vender bonos públicos a los tipos de mercado a fin de asegurar que las nuevas emisiones se absorbían completamente. Por supuesto, esto se tradujo en la eliminación progresiva del control sobre intereses que también afectaban a otros instrumentos financieros.

En cuanto a la tercera característica tradicional —es decir, la segmentación de las operaciones financieras de Tokio por tipo de actividad— se han reducido considerablemente los muros que dividían a las instituciones financieras. Por ejemplo, el crédito a largo plazo ha dejado de ser derecho exclusivo de un número limitado de bancos de crédito a largo plazo. Se ha dado aprobación parcial a los bancos comerciales y a las compañías que negocian en bolsa para invadir los territorios que antes les eran exclusivos. Sin embargo, todavía quedan algunos límites al cruce de barreras porque el concepto de banca universal sigue restringido por la legislación japonesa.

¿Cómo se ha desarrollado Tokio como centro financiero internacional? Veamos primeramente la escala del mercado comparado con otros mercados importantes de dinero y de capital, excluyendo del análisis a las monedas del euromercado. En este sentido, el mercado más grande del mundo es el estadounidense, con un valor de \$7,1 billones, seguido por Japón, con \$2,2 billones, y el Reino Unido, con \$1,6 billones. Las tasas promedio anuales de crecimiento de los mercados de dinero y capital de estos países de 1970 a 1985 ofrecen una perspectiva diferente. En este caso, Japón se coloca en primer lugar con una tasa de crecimiento del 18,3%, seguido por el Reino Unido con 14,5% y Estados Unidos con 8,8%. Estas estadísticas demuestran no solamente que el mercado japonés ya es enorme, sino que está creciendo a un ritmo acelerado. Está alejándose rápidamente de Gran Bretaña, que ocupa el tercer lugar, y se está acercando a Estados Unidos. (A manera de comentario, el tamaño del euromercado de Londres es de \$0,5 billones.)

¿Cuáles son las características principales del mercado de Tokio? En lo que respecta a no residentes, el rasgo primordial es que se trata de un mercado para captación de capital y no tanto de un mercado para inversión de fondos, como se desprende claramente de los datos de balanza de pagos de Japón. En el período quinquenal que comenzó en 1981, inmediatamente después de la enmienda de la Ley de Control Cambiario, la salida neta de capital a largo plazo en Japón se elevó a \$221.000 millones. Durante este período, la entrada neta de capital extranjero a largo plazo ascendió solamente a \$65.000 millones. Aun cuando la entrada neta de \$40.000 millones por balanza de capital a corto plazo se agregue a este total, la cantidad de fondos que sale del país es mayor que la cantidad que

entra en una proporción de más de dos a uno. La diferencia de \$116.000 millones en esos cinco años fue financiada por el superávit de la balanza en cuenta corriente.

En otras palabras, podemos decir que la exportación japonesa de bienes y servicios financió poco más de la mitad de los fondos captados por los extranjeros en el mercado de Tokio. El resto fue financiado gracias al papel que desempeñó el mercado de Tokio como centro de recepción transitoria de los fondos internacionales. El papel especial del mercado de Tokio es su capacidad para obtener préstamos a corto plazo y concederlos a largo plazo. Como corresponde a un centro bancario internacional, Tokio cubrió un elevado 20% de las necesidades de financiamiento de no residentes obteniendo capital a corto plazo y prestándolo a largo plazo.

La segunda característica del mercado de Tokio es el contraste entre la internacionalización ininterrumpida de transacciones a largo plazo y un rezago evidente en la internacionalización de las transacciones a corto plazo. Este desequilibrio no surge de la actitud de no residentes hacia el mercado de Tokio; lamentablemente, los problemas se encuentran en el mercado mismo. Mencioné que los mercados japoneses de dinero y de capital ascienden ahora a \$2,2 billones. En realidad, el mercado de capital en sí representa más de \$2 billones de esta cantidad, mientras que el tamaño del mercado monetario es de apenas \$150.000 millones. La causa principal de este desequilibrio es que, si bien la enorme emisión de bonos públicos a tipos de mercado desde fines de los años setenta amplió rápidamente el tamaño de los mercados de capital, el retraso de la desreglamentación de los tipos de interés retardó el crecimiento del mercado monetario. El mercado monetario de Tokio, debemos admitir, se encuentra aún subdesarrollado en lo que hace a instrumentos y operaciones, y el bajo nivel de participación de no residentes en las transacciones a corto plazo es simplemente la consecuencia natural de esa situación.

La tercera característica del mercado de Tokio es la presencia limitada de instituciones financieras extranjeras, en comparación con la situación en Estados Unidos y Reino Unido. La participación en el mercado japonés de estas instituciones extranjeras también es relativamente reducida, a pesar de que en épocas recientes se ha renovado el interés por el mercado de Tokio y se está acelerando la entrada de instituciones financieras del extranjero.

¿Qué le depara el futuro a Tokio? Muchos creen que Tokio terminará enlazándose con Nueva York y Londres para formar el eje tripartito de las finanzas a escala global. Geográficamente, Tokio se encuentra en un huso horario que le permite hacer las veces de puente entre América del Norte y Europa, lo que es un vínculo indispensable para que no haya interrupción de las operaciones financieras. El mercado también se encuentra en el corazón de la región de Asia y el Pacífico, que es el área de más rápido crecimiento del mundo. Japón es uno de los países con mayor estabilidad

política y las instalaciones de transporte y telecomunicaciones de Tokio se cuentan entre las mejores del mundo.

Sin embargo, desde mi punto de vista creo que, a efectos de asegurar el crecimiento del mercado de Tokio, la firmeza de los factores fundamentales de la economía japonesa puede ser aún más importante que las circunstancias que mencioné. Consideremos, por ejemplo, la tasa de ahorro. En el ejercicio de 1984, Japón alcanzó una tasa de ahorro que representó el 31% del PNB, mucho más elevada que el 15% de Estados Unidos y el 22% de la República Federal de Alemania en el año civil de 1984. Otra medida es el signo positivo de la relación entre ahorro e inversión nacional. En Japón, ese superávit de ahorro alcanzó el 3% del PNB en el ejercicio de 1984. Por cierto, que un superávit del ahorro da a entender que la balanza comercial es superavitaria en aproximadamente la misma magnitud, y ello ha sido causa de graves roces en el terreno del comercio internacional. Con todo, a partir de ahora se espera una contracción gradual del excedente japonés de ahorro. A corto plazo, se reducirá debido a las medidas gubernamentales para expandir la demanda interna y, a la larga, se van a reducir a consecuencia del crecimiento de los grupos de mayor edad en la estructura demográfica japonesa. A pesar de todo, es probable que la posición superavitaria persista durante algún tiempo. Y mientras haya ese excedente, continuará creciendo el volumen de activos netos sobre el exterior de Japón.

Al llegar a este punto necesitamos enfocar la perspectiva histórica. Tanto el Reino Unido como Estados Unidos han atravesado épocas en que el superávit del ahorro se mantuvo durante períodos prolongados. En estos momentos, Japón parece haber alcanzado el mismo estadio de su evolución. La libra esterlina fue una vez la moneda clave del mundo, pero al contraerse la capacidad del Reino Unido para exportar capital, la libra cedió su lugar al dólar, sostenido éste por el poderío económico de Estados Unidos. Si la historia se repitiera, la rápida acumulación de pasivos externos de Estados Unidos que ahora está ocurriendo desembarcará en un papel de menor importancia para el país como nación de moneda clave, y Japón —junto con la República Federal de Alemania, sin duda alguna— pasaría al frente. Sin embargo, los ciclos de la historia no son tan sencillos. Japón carece del potencial para asumir el papel de nación de moneda clave, y tampoco lo desea. Creo que lo mismo puede decirse de Alemania.

Si continuara la tendencia actual hacia las finanzas mundiales, creo que terminaríamos con un sistema de múltiples monedas clave. El dólar quedaría complementado por el yen, el marco alemán y quizá por algunas otras monedas europeas —y también por la unidad monetaria europea o la cesta monetaria de la Comunidad Europea. Habrá un vínculo con el mercado de Nueva York, que recibirá el apoyo de los mercados de Tokio y de Londres y también de los principales mercados de Europa

continental. Este sistema de múltiples monedas clave, por cierto, no va a ser implantado por intervención gubernamental sino gracias a la libre iniciativa de los participantes en los diferentes mercados financieros. El papel del gobierno deberá limitarse simplemente a eliminar los obstáculos que impiden la formación y el crecimiento de dicho sistema.

Sistema monetario internacional

A continuación, quisiera describir el sistema monetario internacional que, en mi opinión, sería el más conveniente en una era de finanzas mundiales.

Como ya he indicado, las finanzas mundiales son el resultado de la desreglamentación y de la internacionalización financiera en todo el mundo, por lo que necesariamente facilita los movimientos internacionales de capital. Sin embargo, si en este proceso no se mantienen tipos de cambio apropiados, las finanzas mundiales no solamente van a tener un efecto adverso sobre las economías reales sino que también obstaculizarán su propio desarrollo.

Sólo se pueden mantener tipos de cambio apropiados si se cumplen las siguientes condiciones: Primero, si los tipos de cambio se encuentran a niveles que reflejan los aspectos económicos fundamentales y segundo, si se puede controlar su excesiva volatilidad.

Durante la primera mitad de los años ochenta, hemos visto que el dólar de EE.UU. se mantuvo a niveles que no reflejaban las condiciones económicas de la nación y que afectaron negativamente a la economía de Estados Unidos en muchos aspectos. Gracias a la intervención coordinada en el mercado y a la reducción de los tipos de interés, conforme al Convenio del Plaza alcanzado por el Grupo de los Cinco países industriales, la desalineación del dólar de EE.UU. frente a las demás monedas del Grupo de los Cinco se ha corregido plenamente, mas no en forma excesiva.

Desde entonces, el Convenio del Plaza se ha mejorado y ha evolucionado hasta convertirse en el mecanismo multilateral de supervisión del Grupo de los Siete en la reunión cumbre de Tokio celebrada en mayo de este año. Conforme a este mecanismo, los tipos de cambio se incluyen como uno de diez indicadores macroeconómicos de supervisión, cuya compatibilidad con los demás indicadores seleccionados y con las condiciones fundamentales económicas de otros países se examina y comenta en un foro internacional previamente acordado.

Si se encontraran desviaciones evidentes en los indicadores macroeconómicos de una de las naciones del Grupo de los Siete, ese país se encontrará bajo la presión de los demás países del Grupo. Si el mecanismo de supervisión multilateral funcionara como se espera, las naciones del Grupo de los Siete no sufrirán ya distorsiones importantes en su estructura de tipos de cambio.

En caso de que surgiera la necesidad de una intervención coordinada en uno cualquiera de los mercados de monedas como resultado de la supervisión multilateral, Estados Unidos también tendrá que intervenir en el mercado en pie de igualdad con las otras naciones. Por esta razón, Estados Unidos necesita mantener las monedas de otros países avanzados como parte de sus reservas de divisas, lo que significa abandonar el patrón tradicional del dólar para pasar a un sistema de múltiples monedas de reserva.

Por consiguiente, el Grupo de los Siete cuenta con un sistema para evitar la falta de alineación en su estructura de tipos de cambio, pero no se ha elaborado un sistema similar para evitar desviaciones cuando se trata de las monedas de países que no pertenecen al Grupo de los Siete.

De hecho, aún no se ha corregido la falta de alineación del dólar de EE.UU. con algunas de esas monedas. Por ejemplo, el dólar de EE.UU. está sobrevaluado en relación con algunas de las monedas vinculadas al dólar y con algunas otras que siguen un régimen de flotación dirigida.

A menos que algunos de esos países revalúen sus monedas frente al dólar de EE.UU., la falta de alineación frente a esas monedas permanecerá sin ajustarse en términos de los tipos de cambio efectivos. Puede decirse que este fenómeno es uno de los factores que retarda la mejora en la balanza de pagos de Estados Unidos después del Convenio del Plaza.

En cuanto a la falta de alineación frente a las monedas de otros países que no pertenecen al Grupo de los Siete, el Fondo Monetario Internacional podría corregir la situación haciendo uso de su función supervisora y recomendar ajustes. Sin embargo, en los casos en que la falta de alineación se derive de la subvaluación de la moneda de un país en buena situación económica, podría ser difícil en muchos casos que el Fondo convenciese al país para que modificase su tipo de cambio. Por consiguiente, habrá que hallar algún otro mecanismo para corregir esa falta de alineación.

Pasando al problema de la volatilidad de los tipos de cambio, el Convenio del Plaza entraña una importante modificación del régimen monetario internacional, que deja atrás un sistema de tipos de cambio de libre flotación para pasar a un sistema de tipos más dirigidos. Sin embargo, en este período parece haber aumentado la volatilidad de los tipos de cambio. Cabría señalar que obedece a tres razones: Primero, en los últimos años han aumentado muchísimo las transacciones en divisas y los activos y pasivos internacionales. Segundo, no hay acuerdo internacional sobre un sistema para controlar la volatilidad de los tipos de cambio. Y tercero, se ha recurrido frecuentemente a la intervención unilateral en el mercado para contrarrestar las variaciones excesivas de los tipos de cambio que ocurrieron después del éxito logrado por la intervención concertada. Esto ha servido para que la incertidumbre sobre los tipos de cambio sea mayor y ha estimulado la especulación.

Algunos sostienen que debe limitarse la negociación de divisas para así controlar la volatilidad de los tipos de cambio. Sin embargo, la mayor parte de las transacciones en divisas corresponde últimamente a transacciones de capital y sólo del 5% al 10% está relacionado con el comercio exterior. Lo que es más, el capital internacional tiende con frecuencia a moverse en gran escala ante la variación de la rentabilidad y de la seguridad, lo que resta estabilidad a los tipos de cambio.

Pero todo control sobre las transacciones internacionales de capital resulta tan anacrónico como desajustado frente a la realidad. La expansión de las transacciones internacionales de capital no sólo es compatible con el desarrollo integrado de la economía mundial en términos de bienes, capital y recursos humanos, sino que también es necesaria. Lo que debemos tratar de encontrar son los medios para ampliar las transacciones internacionales de capital en forma que puedan contribuir al desarrollo integrado de la economía mundial.

Los tipos de cambio fijos o las zonas meta pueden, en definitiva, ser un medio de controlar la volatilidad de los tipos de cambio. Pero las naciones del grupo de los Siete —o un grupo más reducido que comprende a Estados Unidos, Japón y la República Federal de Alemania— podrían regresar a algún mecanismo de tipos de cambio fijos siempre y cuando Estados Unidos haya restablecido el equilibrio sostenible de su balanza en cuenta corriente. Abundan las propuestas sobre zonas meta, y algunas parecen ser bastante atractivas aunque las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón y Alemania se muestran al parecer totalmente desinteresadas. En pocas palabras, el retorno a un sistema de tipos fijos o la adopción de un sistema similar parece ser una posibilidad remota.

Lo menos que podemos hacer hoy día para intentar controlar la volatilidad de los tipos de cambio es abstenernos de tratar de conseguir nuestros propios objetivos en forma unilateral. Las autoridades monetarias de los países deben cuidarse de no influir en los mercados mediante el anuncio de sus puntos de vista particulares sobre el pronóstico de la evolución del tipo de cambio, porque esto sólo tiende a incrementar su volatilidad.

En conclusión, la tendencia hacia las finanzas mundiales, o globalización, es un elemento esencial para lograr un sistema monetario internacional estable. Pienso que Japón coincide plenamente con este propósito y está dispuesto a contribuir activamente hacia él. Como he indicado, el mercado de Tokio está creciendo más rápidamente que los mercados de otros países industriales y esta tendencia, con toda seguridad, acrecentará la importancia de Tokio en el mercado financiero mundial.

Permítaseme subrayar que Japón está firmemente decidido a cumplir sus obligaciones como potencia económica importante y que ello incluye

la participación japonesa en el financiamiento internacional. Muchas gracias.

* * *

SEÑOR SOUTHARD: Damas y caballeros, estoy seguro de que cuando se publique esta ponencia, lo que se hará tan pronto como podamos, será fuente magnífica de información en un área de acontecimientos financieros que apenas ha empezado a examinarse con tanto esmero como lo ha hecho el señor Kashiwagi en su presentación.

El ponente ha accedido a contestar preguntas. En la parte de atrás del programa se incluye un impreso para que ustedes puedan escribir sus preguntas. Recibiremos aquí los impresos para que el señor Kashiwagi pueda dar respuesta a los temas que les interesan.

Preguntas y respuestas

Después de la presentación formal, el señor Kashiwagi respondió a las preguntas que le formuló el público.

¿Puede Japón movilizar su superávit de balanza en cuenta corriente orientándolo hacia el desarrollo del Tercer Mundo, como lo propuso el viernes el señor Miyazawa, ministro de Hacienda?

Lamentablemente, no he visto al señor Miyazawa. Lo conozco muy bien, pero realmente no estoy al tanto de su plan. En términos generales, diría que el superávit en cuenta corriente de Japón es quizá demasiado elevado, y que al mismo tiempo sería conveniente aprovechar mejor estos abundantes recursos para ayudar a los países en vías de desarrollo. Como expliqué en mi ponencia, Japón ahorra mucho, y pienso que el elevado nivel del ahorro de Japón debería utilizarse más para ayudar a los países en desarrollo a resolver sus dificultades actuales.

¿Llegará Tokio a convertirse en el pilar en el Lejano Oriente del sistema financiero mundial a expensas de Hong Kong y otros centros financieros de Asia y el Pacífico?

Me han formulado esta pregunta con cierta frecuencia, y yo diría que, por supuesto, no es la intención de Japón tratar de expandirse a expensas de otros mercados. Lo más conveniente sería dejar que cada mercado se desarrolle y se expanda de la manera que pueda. El brote de Tokio como centro bancario importante significaría que otros centros como Hong Kong y Singapur adquirirían mayor relieve al convertirse en satélites muy importantes en la región.

¿Podrán las finanzas mundiales ayudar a un rápido desarrollo del Tercer Mundo? Si es así, ¿de qué manera?

Como expliqué en mi ponencia, la dimensión mundial de las finanzas significará un acceso más rápido y fácil a los fondos mundiales de inversión, y a un costo más bajo. Pienso que esto podría ser muy beneficioso para el futuro desarrollo del Tercer Mundo. Pero el papel mundial de las finanzas aún no se ha establecido. Yo diría que estamos en el proceso de dar forma al financiamiento mundial, y una vez que esto se haya obtenido, con toda seguridad será de gran beneficio para el Tercer Mundo así como para el orbe en su totalidad.

¿Se concederán al mercado extraterritorial de servicios bancarios internacionales del Japón algunas exenciones fiscales y de coeficiente de reserva?

Para el mercado extraterritorial de Japón no van a establecerse coeficientes obligatorios de reserva, de manera que los servicios bancarios internacionales estarán exentos de ese coeficiente en Japón. Además, el interés que se abone sobre los depósitos en el mercado extraterritorial estará exento de impuestos. Estas serán las dos únicas concesiones. Los servicios bancarios internacionales no estarán exentos de impuestos sobre las transacciones de valores ni de los impuestos locales. En Estados Unidos, no están exentos del impuesto federal sobre la renta, pero sí lo están de los impuestos estatales y municipales en algunas áreas. Este aspecto aún no se ha aclarado en Japón. No van a estar exentos del impuesto nacional, pero tendremos que ver si podemos lograr que las municipalidades los eximan de su propia tributación.

¿Significa el éxito de la internacionalización de los mercados financieros en un mercado global que Japón debería eliminar sus restricciones de tipo Glass-Steagall sobre la participación de bancos japoneses en ese mercado en expansión?

Creo que todo lo que he estado diciendo en mi ponencia se refiere a ese aspecto. Creo que los bancos comerciales, sobre todo los bancos como nosotros con operaciones a nivel internacional, verían de muy buen agrado que se eliminaran las restricciones japonesas al estilo Glass-Steagall tan pronto como sea posible.

Fuera de Japón, en especial en los países europeos, ya estamos participando en la negociación de valores casi en el mismo grado que nuestros competidores. Al país donde fueres haz lo que vieres. Pienso que a los bancos japoneses les gustaría una banca universal no sólo en Europa sino también en Japón. Esto significa que debemos asegurarnos de que las restricciones sobre las transacciones en valores en Japón se eliminan tan pronto como sea posible.

Es evidente, y todos estamos de acuerdo, incluso los bancos centrales, que el valor del dólar debe caer. ¿Por qué las instituciones basadas en el yen continúan haciendo fuertes compras de valores del Tesoro de Estados Unidos?

¡Muy buena pregunta! Es verdad que las instituciones japonesas continúan adquiriendo principalmente valores del Tesoro de Estados Unidos y también bonos en dólares de EE.UU., y no invierten mucho en acciones en ese país, mucho menos, digamos, que otros países. Pero creo que la situación está cambiando algo. Se sigue insistiendo en los bonos y valores del Tesoro de Estados Unidos porque, digamos, tienen un

rendimiento muy satisfactorio y por la seguridad que ofrecen estos instrumentos, comparados con otros que entrañan mucho riesgo y no dejan más alto rendimiento. Pero ha crecido mucho el volumen de compras de acciones estadounidenses, particularmente las de bancos y empresas de Estados Unidos. Estas compras representan cantidades muy considerables. A veces las operaciones alcanzan \$500 millones en una sola transacción.

También quisiera señalar que las instituciones japonesas están haciendo fuertes adquisiciones de bienes raíces en Estados Unidos. Esto se ha convertido en un factor muy importante en el flujo de capital. Para dar un ejemplo, las Torres Gemelas de Los Angeles —los dos edificios más altos de esa ciudad— fueron adquiridas recientemente por una compañía urbanizadora japonesa por ¥ 100.000 millones, o aproximadamente \$670 millones. Esto quiere decir que el capital japonés se está colocando no solamente en bonos del Tesoro de Estados Unidos sino también en acciones, bienes raíces y otros instrumentos.

Pero, como ya he mencionado, no creo que esta concentración de capital japonés en Estados Unidos o que se convierte en dólares sea realmente tan deseable, porque si Japón es el ahorrador más grande del mundo, me gustaría que se destinase más ahorro a países donde los fondos son tan necesarios, es decir, los países en desarrollo. ¿Por qué no hay un mayor flujo de capital japonés hacia los países en desarrollo? Puede deberse a muchas razones, una de las cuales puede ser que el Gobierno japonés no ofrezca las condiciones necesarias que estimulen una corriente de capital japonés hacia los países en desarrollo. Me refiero aquí a la apreciación del riesgo, es decir, el mayor riesgo de prestar o de colocar dinero en un país que está renegociando su deuda o que encara problemas de endeudamiento. Si no existe algún tipo de incentivo, particularmente en forma de incentivos fiscales, será muy difícil incrementar la corriente de capital japonés hacia estos países en un momento de problemas de endeudamiento a nivel internacional. El problema de la deuda es un problema clave del mundo actual y el asunto es cómo canalizar más capital privado hacia los países en desarrollo. Yo pensaría que compete al Gobierno japonés el asegurarse de que hay más estímulos en este campo por conducto de las medidas fiscales y de otro tipo.

¿Cuáles cree Ud. que serán los efectos de un mercado financiero globalizado sobre la capacidad de los países en desarrollo para captar fondos?

No sé si la globalización puede incrementar la capacidad de los países en desarrollo para la captación de fondos, pero con toda seguridad va a abrir el mercado y va a promover un mayor movimiento de fondos a nivel internacional, a menor costo y con mayor eficacia. Pienso entonces que, a la larga, la globalización de los mercados financieros será de gran ayuda

para la capacidad futura de los países en desarrollo de obtener financiamiento.

Muchas gracias.

* * *

SEÑOR SOUTHARD: Antes de manifestar nuestro agradecimiento al señor Kashiwagi, quisiera recordarles que después de la reunión tendremos una recepción a la que están ustedes cordialmente invitados. Estoy seguro de que el aplauso indica cuánto han disfrutado y aprovechado la presentación del señor Kashiwagi. Creo que tendremos que leer con atención sus palabras cuando publiquemos las actas. Agradecemos mucho al señor Kashiwagi el interés que ha puesto en la ponencia y su presencia aquí esta tarde.

Nota biográfica



Yusuke Kashiwagi cursó sus estudios en la Universidad Imperial de Tokio, actualmente la Universidad de Tokio. Tras su graduación en 1941, ingresó en el Ministerio de Hacienda de Japón, ocupando diferentes cargos con responsabilidades cada vez más altas en su país y en el extranjero. Concluyó sus servicios en el Ministerio como viceministro de Hacienda encargado de asuntos internacionales. En junio de 1971, fue nombrado asesor especial del ministro de Hacienda, y permaneció en este puesto hasta 1972. Al año siguiente, ingresó en el Banco de Tokio y fue elegido, sucesivamente, vicepresidente y, en 1977, presidente. En 1982, el señor Kashiwagi pasó a ocupar el cargo de presidente del Consejo de Administración.

Además de su cargo en el Banco de Tokio, el señor Kashiwagi es miembro de varios consejos directivos y del Comité Ejecutivo de la Comisión Trilateral; acaba de concluir sus funciones como presidente de la Conferencia Monetaria Internacional y es asesor de la Corporación Financiera Internacional.

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

Junta Directiva

William McChesney Martin — *Presidente de la Junta*

J. de Larosière	Pierre-Paul Schweitzer
Adolfo C. Diz	Frank A. Southard, Jr.
Wilfried Guth	Gengo Suzuki
Alexandre Lamfalussy	Peter Wallenberg
Sir Jeremy Morse	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>
G. Michael Fitzpatrick	— <i>Tesorero</i>

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 (Río 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. Comentario 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. Comentario 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 Guindeg. 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).
- 1983 *Elaboración de un nuevo sistema internacional: Perspectiva a largo plazo*. Conferencia pronunciada por H. Johannes Witteveen (Washington).
- 1984 *Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*. Conferencia pronunciada por Peter G. Peterson (Washington).
- 1985 *¿Sabemos adónde nos dirigimos?* Conferencia pronunciada por Sir Jeremy Morse (Seúl).
- 1986 *La nueva dimensión mundial de las finanzas*. Conferencia pronunciada por Yusuke Kashiwagi (Washington).

Pueden obtenerse ejemplares gratis 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, W1N 7RA, Inglaterra.