EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN LOS PRÓXIMOS VEINTICINCO AÑOS

Simposio celebrado
en la Universidad de Basilea
con ocasión de las bodas de plata de las
Conferencias Per Jacobsson
12 de junio de 1988

C. Fred Bergsten
Sir Kit McMahon
Tommaso Padoa-Schioppa

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES
FUNDACIÓN PER JACOBSSON

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN LOS PRÓXIMOS VEINTICINCO AÑOS

Simposio celebrado
en la Universidad de Basilea
con ocasión de las bodas de plata de las
Conferencias Per Jacobsson
12 de junio de 1988

C. Fred Bergsten
Sir Kit McMahon
Tommaso Padoa-Schioppa

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES
FUNDACIÓN PER JACOBSSON

ISSN 0252-3094

Prólogo

El 12 de junio de 1988, en conmemoración de las bodas de plata de las Conferencias Per Jacobsson, se celebró en Basilea un simposio patrocinado por el Banco de Pagos Internacionales y la Fundación Per Jacobsson sobre el tema de "El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años". En esta publicación se presentan las actas de la reunión. Se ofrecieron en el simposio las ponencias presentadas por Sir Kit McMahon, Presidente y Director Gerente del Grupo del Midland Bank, Tommaso Padoa-Schioppa, Subdirector Gerente del Banco de Italia, y C. Fred Bergsten, Director del Instituto de Finanzas Internacionales. Sir Jeremy Morse, Presidente de la Fundación, ocupó la presidencia del acto y el Profesor Werner Arber, Rector de la Universidad de Basilea, ofreció la bienvenida a la ciudad de Basilea a los ponentes e invitados.

Las Conferencias Per Jacobsson se celebran anualmente en reconocimiento de la labor realizada durante toda una vida por Per Jacobsson en aras de la cooperación monetaria internacional. Per Jacobsson ingresó como funcionario de la Sociedad de Naciones en 1920 para colaborar en la organización de la Conferencia Financiera de Bruselas. A principios de los años treinta pasó al Banco de Pagos Internacionales, donde fue Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios Monetarios y Económicos. Tras prestar sus servicios en el BPI, Per Jacobsson se trasladó al Fondo Monetario Internacional, organismo del que fue Director Gerente y Presidente del Directorio Ejecutivo de 1956 a 1963.

A su muerte, varios colegas y admiradores decidieron que debía establecerse el medio de rendir homenaje a la labor realizada por Per Jacobsson. En multitud de países surgieron patrocinadores que facilitaron los fondos para crear la Fundación Per Jacobsson, establecida en 1964 como foro independiente dedicado al fomento del estudio documentado de los temas monetarios internacionales. El Director Gerente del Fondo y el Director General del BPI son miembros *ex officio* de la Junta Directiva de la Fundación como expresión del interés que hay en ambas instituciones por la labor en que Per Jacobsson participó activamente. La serie de conferencias se inició en 1964 en la Universidad de Basilea, otra institución con la que Per Jacobsson mantuvo estrechos lazos.

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 más información se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

Índice

Página

PRÓLOGO iii

PALABRAS DE APERTURA
Sir Jeremy Morse 1
Profesor Werner Arber 1
Sir Jeremy Morse 2

EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN LOS PRÓXIMOS VEINTICINCO AÑOS
Sir Kit McMahon 5

¿HACIA UN NUEVO VÍNCULO AJUSTABLE?
Tommaso Padoa-Schioppa 17

LAS VENTAJAS DE LAS ZONAS META
C. Fred Bergsten 33

PREGUNTAS Y RESPUESTAS 39

NOTAS BIOGRÁFICAS 51

CONFERENCIAS PER JACOBSSON 54

FUNDACIÓN PER JACOBSSON: PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS DE LA FUNDACIÓN 56

Palabras de apertura

Sir Jeremy Morse

Señoras y señores, muy buenas tardes. Desearía dar comienzo a la celebración de la vigésima quinta reunión de la Fundación Per Jacobsson pidiéndole al Rector de la Universidad de Basilea, el Profesor Werner Arber, que acuda al estrado y nos dirija unas palabras.

Profesor Werner Arber

Señor Presidente, señoras y señores: Es un gran placer para mí, en esta tarde dominical, darles la bienvenida en Basilea a la vigésima quinta conferencia Per Jacobsson. Fue precisamente aquí, hace veinticinco años, tras la muerte de Per Jacobsson, que se ofrecía en esta Universidad la primera conferencia en su honor. Es ésta la sexta oportunidad en que Basilea acoge a la Fundación. Las demás conferencias de la serie se han convocado en otras ciudades importantes. Y digo "otras" porque considero que Basilea es una ciudad importante; de no serlo no se encontraría aquí, en esta sala, un domingo por la tarde, un grupo tan destacado de personas. Deseo felicitarles por la labor que realizan. Desearía también agradecer a la Fundación que haya regresado a Basilea para celebrar esta conferencia en recuerdo de hace veinticinco años.

Yo soy biólogo de profesión y como señalé antes a algunos de Vds., ponentes y organizadores de este simposio, en mi especialidad me interesa sobre todo la evolución biológica. Observo que la civilización humana también sigue un proceso evolutivo: la evolución cultural. Un aspecto de esa evolución cultural lo tenemos en el tema del simposio organizado para hoy y en otras cuestiones examinadas en anteriores conferencias de la serie. Sé que es difícil dar contestación precisa a las preguntas que se formulan a los científicos, ya sea en el terreno de la evolución biológica o en el de la evolución de los sistemas monetarios, así que estoy muy interesado en escuchar lo que nos van a decir sobre los próximos veinticinco años en su especialidad. En biología los próximos veinticinco años van a ser algo difíciles, primero porque tendremos que lograr que nos comprendan mejor los propios científicos y, segundo, porque habrá que explicar el resultado de nuestros estudios al público en general. La tarea de Vds. es semejante, y yo creo que las Conferencias Per Jacobsson cumplen esos fines muy acertadamente.

Antes de concluir desearía mencionar que para la Universidad de Basilea es un placer contar con la presencia del Banco de Pagos Internacionales en esta ciudad. Mantenemos excelentes relaciones con el BPI y nos complace que el BPI colabore con nosotros en muchas de nuestras actividades. Por ejemplo, parte del examen que el BPI realiza sobre cuestiones de su incumbencia trasciende luego en las aulas de la Universidad. Nuestra Facultad de Economía no es grande; está integrada en la Facultad de Filosofía e Historia. Pero, en lugar de separar a los alumnos, es mejor mantener juntos unos campos de estudio que están relacionados, pues así hay una comunicación más intensa entre las diferentes disciplinas.

Profesores y alumnos de economía disfrutan desde hace poco de un nuevo edificio que se levanta aquí al lado, y el BPI nos ayudó financieramente en la instalación de nuevas oficinas y aulas. Así que, con sumo placer, una vez más extendemos nuestro agradecimiento al BPI.

No les distraeré más con mis palabras; les deseo que la reunión de esta tarde sea muy fructífera. Muchas gracias.

Sir Jeremy Morse

Muchas gracias, *Rektor*, por sus amables y pertinentes palabras de bienvenida. No creo que, hasta ahora, estas conferencias hayan sido inauguradas por un destacado ganador del Premio Nobel, y nos sentimos muy honrados de contarle entre nosotros. Muchas gracias.

El señor rector les ha relatado la historia de las Conferencias Per Jacobsson celebradas en Basilea. Esta es la sexta ocasión en que ocurre y es muy apropiado que vengamos aquí para conmemorar las bodas de plata porque aquí se desarrolló la fase central de la carrera de Per Jacobsson. Es un placer que dos de sus tres hijas, Birgit y Moyra, hayan podido acudir a esta cita.

También deseamos expresar nuestro agradecimiento a Alexandre Lamfalussy y al BPI por toda su gestión en la preparación de este acto.

Hemos organizado la sesión de forma algo diferente con objeto de conmemorar nuestra vigésima quinta conferencia. En lugar de ofrecerles a un solo conferenciante, con la participación quizá de comentaristas, hemos convocado a un panel, a tres oradores, y después de sus presentaciones ofreceremos un debate general y un turno de ruegos y preguntas, porque cada vez que nos reunimos en Basilea asiste un público muy bien informado. El orden de las presentaciones será el que se indica en el folleto que ha sido distribuido: Sir Kit McMahon, luego Tommaso Padoa-Schioppa y, para terminar, Fred Bergsten. No voy a entrar en los detalles biográficos. La mayoría de los aquí presentes conocen muy bien a los oradores y, para aquel que los desconozca, tenemos unas excelentes biografías que aparecen en el folleto. Es importante que respetemos el horario que nos hemos propuesto. Los ponentes han convenido en utilizar unos 15 a 20 minutos cada uno para las presentaciones; si no nos alargamos, terminaremos la primera parte del

simposio dentro de una hora, y así podremos tener tiempo suficiente para dedicar, como dije, al debate y a las preguntas.

Es tradicional que las preguntas se hagan por escrito y, a esos fines, aparece al final del folleto una hojita en la que, si lo desean, pueden escribir. Las preguntas pasarán a Jacques Polak, nuestro Presidente, que está sentado al fondo de la sala. Ahora bien, yo preferiría que se levantaran e hicieran sus preguntas de viva voz porque así se alienta el debate. Los ponentes han preparado presentaciones por escrito, más redondeadas y largas, y éstas estarán disponibles más adelante. Cuando nos reunimos esta mañana, insté a todos los oradores a que prestaran atención a las palabras del título que hemos dado al simposio, que incluye las palabras "los próximos veinticinco años", y les dije "fijen la vista en el año 2013". Y les ruego a todos los aquí presentes que traten de hacer lo mismo, ¡esperen o no estar con vida para entonces! Contemplar el mundo a muy largo plazo es algo bastante difícil para el ser humano pues éste tiende a acortar los horizontes. Así que —a Vds. y a los oradores— esto es lo que yo les recomendaría: que no olviden el título que hemos dado a este simposio. Sin más, cedo la palabra a Sir Kit McMahon.

El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años

Sir Kit McMahon

Siempre es un placer hablar del futuro aunque, por lo general, la felicidad que producen las predicciones no es duradera. La realidad normalmente se vuelve en contra. Por lo tanto, tener que prever un futuro de veinticinco años es un lujo difícil de imaginar. No es probable que esté vivo cuando vengan a decirme que me he equivocado y estoy casi seguro de que poco me importará entonces si efectivamente resulta que me he equivocado.

Desde luego es para mí un honor y un placer que la Fundación Per Jacobsson, que ha persuadido a tantas figuras eminentes para que emitan sus opiniones en ese foro, me haya pedido escudriñar un futuro tan lejano. Me complace especialmente poder rendir de esta manera un pequeño homenaje a Per Jacobsson, destacada figura en cuestiones internacionales en la época en que yo era tan solo un joven que empezaba a ocuparse de ellas, y persona que era el origen de varias leyendas dilectas entre banqueros centrales cuando yo solía asistir con mis colegas a los encuentros que celebrábamos aquí en Basilea.

Pero entremos ya en el tema que nos ocupa. ¿De qué forma cabe concebir la evolución del sistema monetario internacional en el próximo cuarto de siglo? Pues bien, para mí, lo primero es poner en tela de juicio el planteamiento que se enuncia. El título del simposio de hoy conlleva una petición de principio.

Hace algunos años en este mismo lugar, János Fekete dijo que si a un automóvil se le caía una rueda, de nada servía que se le rebautizase como triciclo. Es una opinión que comparto. Con el régimen de Bretton Woods, hasta 1971 o quizá 1973, tuvimos un sistema monetario internacional. Desde entonces ese sistema no existe. Considero que uno de los factores importantes en la tarea que hoy nos ocupa es determinar si en los próximos veinticinco años vamos o no a reconstruir un sistema.

Puede que algunos piensen que ando buscándole tres pies al gato, pero no estoy de acuerdo. No se trata de decidir si lo que tenemos desde 1971 es mejor o peor que lo que tuvimos antes (aunque me reservo mis opiniones al respecto). De todas maneras, quizá no hubiera otra alternativa frente a lo que ha ocurrido desde 1971. Pero si hemos de respetar el sentido estricto de las palabras, un sistema monetario internacional tiene que contar con un conjunto de normas que rijan las relaciones monetarias entre los países y,

sobre todo, la fijación de los tipos de cambio y el carácter, convertibilidad y aceptabilidad de los activos internacionales. Si bien pueden diferir, ser de carácter restrictivo o libre, simples o complejas, tiene que haber reglas expresas y claras aceptadas por todos los países que participan en el sistema. La aceptación de esas normas no debe limitarse simplemente a que los gobiernos estampen sus firmas; esa aceptación tiene que repercutir sobre el comportamiento de modo que el cumplimiento del conjunto de normas monetarias internacionales limite en ocasiones, siempre explícitamente, la política económica de los países.

Se han escrito cientos de libros sobre el tema general de un régimen normativo o discrecional en cuestiones económicas y monetarias, y el tema de si conviene o no un sistema monetario internacional es, evidentemente, tan solo uno de los aspectos de ese planteo más amplio. Sin embargo, cuando examinamos la conveniencia de que exista o no una normativa para regir las relaciones entre los países aparecen entonces, con mayor nitidez que en el contexto de la formulación de la política económica puramente interna, los interrogantes sobre lo que es dable. Como en las relaciones internacionales no existe una autoridad equivalente a un gobierno o un banco central con legítimas facultades para hacer cumplir un orden normativo, antes de preguntarnos si determinado sistema es o no es conveniente, debemos preguntarnos si funcionará, si están dadas o pueden darse las condiciones para que todos los países participantes estén realmente dispuestos a aceptar la normativa, aún cuando la misma pueda ocasionar consecuencias no deseadas para la política económica.

Veinticinco años es un período muy largo, y no es fácil determinar lo que en él será posible, viable o conveniente. Un buen modo de comenzar puede ser echar una mirada retrospectiva para recordar lo que sucedía en 1963, en qué medida la situación ha variado desde entonces y lo fácil o difícil que hubiera sido entonces pronosticar cómo sería el orden mundial en 1988.

Al mirar hacia atrás podemos considerar que 1963 nos sitúa en el apogeo del sistema de Bretton Woods, o quizás en su agosto. Hacía entonces cinco años que las principales economías occidentales habían adoptado el sistema de convertibilidad en dólares, y ello había permitido el pleno funcionamiento del sistema. Ya hacía mucho tiempo que había concluido el período de reconstrucción de posguerra, y la liberalización del comercio había alcanzado límites casi insospechables y aún imprevisibles para el futuro. El régimen de tipos de cambio estables había conllevado un período en el que los precios, aunque en incipiente alza, se habían manifestado en gran medida estables y en lo que comenzaba a llamarse el área de la OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) —si bien resulta interesante recordar que Japón no ingresó en el organismo hasta un año después— se registraba un crecimiento económico sin precedentes.

A la liberalización del comercio y la convertibilidad de los pagos de la balanza en cuenta corriente se unía un cierto grado de restricción, difícil de

recordar hoy día, sobre las transacciones de capital. No sólo se imponían fuertes y generalizados controles de cambios en casi todos los países europeos y en Japón. En 1963, el propio Estados Unidos aplicaba la primera de un una serie de medidas destinadas a limitar la salida de capitales, bajo la forma de un impuesto de equiparación de intereses, y dos años más tarde, el programa voluntario de restricción del crédito. Desde luego que esas medidas eran totalmente compatibles con el sistema de Bretton Woods, cuyos fundadores —ante la virulencia de las corrientes de capital y las fluctuaciones de los tipos de cambio en el período interbélico— previeron específicamente las restricciones a los movimientos del capital siempre que pudieran justificarse en apoyo de la estabilidad del tipo de cambio y de otras medidas apropiadas de política económica interna.

Algunas circunstancias más pueden hacernos recordar la diferencia entre el año 1963 y hoy día. Entonces, el producto nacional bruto (PNB) de Estados Unidos era diez veces el de Japón y seis veces el de la República Federal de Alemania. Actualmente, el PNB de Estados Unidos es no llega al doble del de Japón, es tan solo cuatro veces el de Alemania y, de hecho, apenas mayor que el de toda la Comunidad Europea (CE). En 1963 las importaciones de Estados Unidos ascendían al 4% de su PNB; en la actualidad se sitúan por encima del 11%. En 1963 el mercado de euromonedas era casi inexistente. El concepto de banca internacional se refería en general a los bancos corresponsales y al financiamiento del comercio; el término "multinacional" empezaba entonces a difundirse. El precio del oro era de $35 la onza y el del petróleo de $1 el barril. De Gaulle vetó el ingreso del Reino Unido en la CE. Friedman y Schwartz publicaron su *Monetary History of the United States, 1867–1960* [Historia monetaria de Estados Unidos, 1867–1960]. Por último, para terminar con esta enumeración breve y arbitraria, en 1963 un ordenador con la capacidad del cerebro humano habría ocupado aproximadamente el espacio del edificio del Albert Hall de Londres, en tanto que en la actualidad su tamaño sería el de un taxi londinense.

En 1963 comenzaron a aparecer grietas en el sistema de Bretton Woods. Inquietaba el hecho de que los tipos de cambio resultasen demasiado rígidos, que la liquidez internacional no fuera suficiente —debemos recordar que en esos momentos la liquidez internacional comprendía reservas oficiales de oro, dólares y libras esterlinas— o que no pudiera contarse con que la liquidez registrase una tasa de crecimiento adecuada. En 1963 el FMI realizó dos estudios sobre este tema. Las opiniones estaban divididas en cuanto al papel que desempeñaban las monedas de reserva en el sistema: si eran un "privilegio desmesurado", según la famosa frase de de Gaulle, o constituían más bien una pesada carga. En los años sesenta se realizaron muchos esfuerzos, en especial aquí en Basilea, para apuntalar la apurada posición de la libra esterlina, sobre todo porque la divisa británica estaba considerada como la primera línea de defensa del dólar, cuya convertibilidad

final en oro comenzaba a cuestionarse. Tanto los defensores como los detractores del oro lo consideraban depositario de un poder casi mágico. El principal interrogante de si Estados Unidos cumpliría en todo momento con las obligaciones que le imponía el sistema de Bretton Woods y si ajustaría su propio tipo de cambio subiendo el precio del oro recibió, por último, una respuesta negativa en agosto de 1971. Mientras tanto, esta medida era propugnada por quienes pensaban que humillaría a Estados Unidos y restablecería el orden, y atacada por quienes estimaban que era irracional por cuanto abrazaba un peligroso fetichismo deflacionario y ayudaba a Rusia y Sudáfrica. A propósito, yo opino que habría sido una medida totalmente adecuada y necesaria para que el sistema de Bretton Woods hubiera seguido funcionando y que habría prolongado por muchos años más la hegemonía eminentemente provechosa de Estados Unidos.

¿En qué nos ayudan estos fugaces recuerdos de la realidad monetaria internacional y de las discusiones sobre política económica hace veinticinco años para prever el próximo cuarto de siglo?

En primer lugar, este tipo de debate huele a naftalina. Hoy día, no nos interesan demasiado la excesiva rigidez de los tipos de cambio ni la convertibilidad del dólar en oro. Los temas que hoy nos parecen tan esenciales, ¿tendrán acaso igual vigencia dentro de 25 años?

En segundo lugar, la preeminencia total de Estados Unidos en las esferas económica y financiera ha disminuido notablemente. Si se considera a la CE como una unidad —como cabe hacerlo en el caso de algunos, aunque por desgracia pocos, aspectos—, el cambio ocurrido con Estados Unidos, que ha pasado de ocupar un lugar preeminente a una situación de sólo *primus inter pares*, es aún más sorprendente. Puede que esta circunstancia dé lugar a reflexiones de más largo alcance y de carácter más general.

Si consideramos la situación antes de la primera guerra mundial, dominada por el Reino Unido y en la que éste desempeñaba el papel de banquero central, y la comparamos con la situación y el papel que Estados Unidos y el dólar desempeñaban en el período que siguió a la segunda guerra mundial, puede que sacásemos la conclusión de que tenemos los ingredientes para alcanzar algo que se asemeja a una edad de oro. Puede que el carácter mismo del sistema establecido no sea tan importante. En cambio, cuando a ese dominio se opone el auge del poder de otras naciones, el orden de las relaciones internacionales se ve sujeto a fricciones. La extraordinaria tensión, inestabilidad y autarquía del período interbélico obedecieron, al menos en parte, a que el Reino Unido ya no era lo suficientemente fuerte como para mantener un papel central, al tiempo que Estados Unidos aún no podía o no quería asumir una responsabilidad internacional. De igual modo, la desintegración del sistema de Bretton Woods se debió, entre otros factores, al cambio ocurrido, pues de una situación que era análoga a la de un monopolio se pasó a otra análoga a la de un oligopolio. Naturalmente que esta multiplicación de centros de poder se vio intensificada por el extraordi-

nario crecimiento de instituciones privadas —empresas multinacionales, grandes bancos internacionales— cuyo poder trasciende las fronteras nacionales y la soberanía de los países.

La tercera enseñanza, y la que más da que pensar, que puede extraerse de nuestra retrospectiva de veinticinco años es la magnitud del papel desempeñado por los adelantos tecnológicos, prácticamente imprevisibles en 1963, en la transformación de las relaciones monetarios internacionales como, por ejemplo, el avance incontenible de la informática puesto de manifiesto por el brillo de millones de pantallas de vídeo en todo el planeta. Con esta revolución se logró nada menos que la democratización de los mercados financieros, que favoreció así el enorme desarrollo de todo tipo de corrientes instantáneas de capital y terminó por último con los severos controles de cambios que existían en los principales países.

Armados de estas reflexiones podemos echar una rápida ojeada al período transcurrido de más de quince años de flotación de los tipos de cambio, dividiéndolo quizás en tres etapas.

La primera, que se extiende hasta 1979, podría denominarse de "extremo optimismo". Muchos pensaron que eliminar las restricciones cambiarias permitiría a los países "cometer errores" —para utilizar una frase muy en boga entonces— sin que las consecuencias recayeran sobre otros, en tanto que el "especulador benigno" (otro término acuñado en los años setenta), una vez eliminados los desequilibrios de un principio, comprendería que los tipos de cambio eran en realidad bastante estables. Otros, entre los que se encontraban muchos gobiernos, fueron más lejos y consideraron al parecer que la eliminación de las restricciones cambiarias significaba prácticamente la suspensión de las leyes de la economía y daba carta blanca a los responsables de la política económica para hacer lo que quisieran. Como dijo el gran Henry Wallich en ese entonces: "algunos creían que los tipos de cambio flotantes curarían el cáncer". De hecho, como sabemos, a medida que pasaron los años la inestabilidad del tipo de cambio aumentó en vez de disminuir, en tanto que hubo una aceleración muy peligrosa e inusitada de la inflación en todos los países.

Así se desembocó en la segunda etapa, de 1979 a 1985, que podemos denominar de "recato a ultranza". Los países principales decidieron que el objetivo primordial de la política económica era combatir la inflación, sirviéndose fundamentalmente de una herramienta interna nueva (o de reciente redescubrimiento), a saber, el cumplimiento de normas estrictas para la expansión monetaria. Simultáneamente, un grupo de países de la CE creó un nuevo papel para el tipo de cambio, sobre el que volveremos más adelante. Sin embargo, hubo muchas personas en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y otros países que, lejos de cambiar de opinión, se reafirmaron en la creencia de que el tipo de cambio no debía desempeñar ningún papel en la formulación oficial de la política económica. El criterio más generalizado era que si todos los países buscaban los mismos objetivos nobles, los

resultados en el orden mundial se darían por sí mismos. La realidad resultó ser muy distinta.

Casi todos los países lograron, en gran medida, bajar la inflación a niveles tolerables o casi tolerables, si bien se observaron algunos efectos secundarios indeseables. Las distintas combinaciones de medidas de política entrañaron la necesidad de aplicar la política monetaria con distinto grado de severidad. El cumplimiento de las reglas monetarias hizo que los tipos de interés pasaran a ocupar un lugar destacado, con la consiguiente pronunciada repercusión en las corrientes internacionales de capital y, de ahí, en los tipos de cambio. Los países no han logrado lo que podríamos denominar el tipo de cambio a que se hacían merecedores. Concretamente, la enérgica (y en general beneficiosa) política monetaria antiinflacionaria de Estados Unidos, unida a una política fiscal expansiva, redundó en una sobrevaloración ridícula del dólar y en un déficit externo frente al cual todos los anteriores desequilibrios monetarios resultan insignificantes y que acarrea serios peligros para el comercio y el crecimiento mundiales.

Esta evolución condujo a la tercera etapa del régimen de tipos de cambio flotantes, que todavía está en curso, y a la que podríamos denominar "nueva búsqueda a tientas de un orden". Desde el acuerdo del Hotel Plaza, la mayoría, de los responsables de la política económica —aunque no todos— consideran que no pueden dejarse a los tipos de cambio totalmente librados a su propia suerte. Primero, las autoridades de los países del Grupo de los Siete resolvieron que querían un dólar mucho más bajo y, más tarde, decidieron que había alcanzado aproximadamente el nivel adecuado para eliminar los desequilibrios internacionales y que había que estabilizarlo. En efecto, el dólar se precipitó desde las alturas y se ha mantenido luego bastante estable, en parte gracias a la intervención de los bancos centrales en escala que habría sido inimaginable en cualquier otro momento desde comienzos de los años setenta.

Sin embargo, hay un grupo de países que durante la segunda y tercera etapas del régimen mundial flotante ha estado aplicando con buenos resultados una estructura de tipos de cambio fijos, aunque ajustables, muy en línea con el espíritu del sistema de Bretton Woods. Sin duda, no cabe negar el éxito logrado por el régimen cambiario del Sistema Monetario Europeo (SME). Se ha bajado la inflación con tanta eficacia como en los países que no lo integran, en algunos casos a pesar de condiciones políticas y económicas que tornaban improbable o muy difícil un resultado satisfactorio. Se han logrado largos períodos de estabilidad cambiaria en el área principal de comercio de los países en cuestión, y los ajustes que fue necesario realizar de cuando en cuando no parece que se hayan postergado excesivamente.

Sin embargo, interesa tener en cuenta algunas características del SME en relación con el anterior régimen mundial de tipos de cambio fijos aunque ajustables y con todo pronóstico para los próximos veinticinco años. En primer lugar, varios países miembros han mantenido un cierto grado de

control cambiario aunque de carácter menos riguroso o generalizado que con el sistema de Bretton Woods. En segundo lugar, si bien también en menor medida que en el caso de los regímenes anteriores de tipos de cambio estables, el sistema ha funcionado en torno a un país y un tipo de cambio, a saber, la República Federal de Alemania y el marco alemán. Alemania ofrece uno de los mejores ejemplos de estabilidad de precios del mundo. Ahora bien, en tercer y último lugar, el sistema no se basa en un activo externo, una circunstancia que separa claramente al SME de Bretton Woods. El ECU desempeña varios papeles importantes, pero carece de un tipo de cambio que esté vinculado al papel que desempeñe el banquero del sistema, como ocurría (o se suponía que pasaba) con el oro en el régimen de Bretton Woods. Naturalmente, esto significa que las relaciones cambiarias del sistema dependen de varias decisiones. Ningún país ni grupo de países pueden fijar en forma unilateral el tipo de cambio de sus monedas respecto de las demás. Todos tienen que participar simultáneamente. Si bien los ordenadores simplifican la aplicación técnica de los cálculos necesarios, las dificultades políticas pueden ser considerables, tanto mayores cuanto mayor sea el número de países que participan.

En resumen, el funcionamiento y la disciplina del sistema del SME se basan sobre todo en la colaboración. El SME nos ofrece muchas ideas sobre posibles estructuras monetarias mundiales, aunque debemos recordar que aún no se ha aplicado en condiciones de completa libertad para las corrientes de capital ni en el marco de más de un país predominante.

Ustedes pensarán que ya es hora de abordar los próximos veinticinco años. Comencemos por ver la evolución que pueden tener los factores externos, que no están bajo el control de los encargados de la política económica. Imagino que mis previsiones al respecto serán parecidas a las de muchos otros y por tal motivo quizá no sean polémicas. Lamentablemente, no por eso es más probable que las predicciones sean correctas.

Primero, tengamos en cuenta el crecimiento y la dispersión de la riqueza y el poder económicos. Es difícil imaginar que, incluso en un período tan extenso como veinticinco años, la situación varíe tanto como para que surja, una vez más, una única economía predominante. Ese fenómeno ha desaparecido para siempre. Sí parece probable que Estados Unidos y Japón conserven su preeminencia conjunta, y que la superioridad relativa de Estados Unidos disminuya aún más. Puede que ambas potencias pasen a ocupar de forma algo más estructurada que hasta ahora el eje de bloques economico-financieros algo amorfos. No hay duda de que cabe prever la intensificación de los lazos de Japón con los países de reciente industrialización de Asia, al tiempo que en el continente americano Canadá, con toda seguridad, y, probablemente, México se acercarán a su vecino más grande.

Es de esperar que en Suramérica seamos testigos de una evolución que convierta nuestras preocupaciones actuales en algo que alegremente podamos considerar como pasado de moda. Considero que, de alguna manera,

en el plazo de veinticinco años los grandes países de América Latina superarán los problemas de deuda externa que les aquejan e intensificarán probablemente sus vínculos con Estados Unidos y el dólar, y, si logran forjar lazos intracontinentales, podrían pasar a desempeñar un importante papel a nivel intercontinental.

Evidentemente, en Europa habrá más integración económica; resta saber hasta dónde llegará. Quizá no sea demasiado audaz señalar que en algún momento en el período de los próximos veinticinco años, el Reino Unido resolverá que le ha llegado la hora de integrarse en el SME, y si ese momento no es en 1992 —y es probable que no lo sea—, con toda seguridad se habrá producido antes del año 2013. Ahora bien, para los fines que nos interesan, la incógnita clave es si surgirán un verdadero banco central y una auténtica moneda común. En este aspecto yo me coloco del lado de los escépticos. Desde luego, en el pasado no creo que nadie habría perdido dinero si hubiera apostado en contra de las predicciones de que, tanto en el continente europeo como en otras partes, los países estarían dispuestos a ceder algo de su soberanía. Y yo diría que un verdadero banco central de la CE que emitiera una auténtica moneda común sería un cambio político de primer orden.

Seguramente los países de la CE lograrán un mayor grado de colaboración en la esfera de su política económica y financiera externa, y quizá también armonicen cada vez más su política económica interna. Aunque, a juzgar por lo acontecido desde 1963 en este campo, los cambios han sido sin duda cuantitativos y no cualitativos, y más lentos de lo esperado por los visionarios. Es algo paradójico que al tiempo que mejoran las comunicaciones, viajan muchas más personas y el inglés se emplea cada vez más como *lingua franca*, también aumentan, al parecer, las presiones locales en favor de las diferencias nacionales, sobre todo cuando se trata de cuestiones lingüísticas; recuérdense los casos de Bélgica y el país de Gales. Sin embargo me siento escéptico en cuanto a una verdadera unión monetaria por un motivo de peso: creo que es difícil convencer *plenamente* a los mercados de que el vínculo monetario será permanente e irreversible. Piénsese en el caso de las libras esterlina e irlandesa que se establecieron prácticamente como una moneda común durante muchas décadas pero que se separaron por fuerza de las circunstancias. Me parece que no existe cerradura impregnable ni llave que, por último, no se esté dispuesto a utilizar en manos de los ministros de hacienda.

Tal como lo expondré más adelante, es muy probable que en los próximos veinticinco años las circunstancias hagan que disminuya la soberanía real de los gobiernos de cada país, incluso en el caso de los más grandes. Esto no significa que sea más fácil o probable que esa soberanía se ceda voluntariamente a un grupo más numeroso de países, sino todo lo contrario.

Estimo que es muy probable que los países de Europa occidental que no son miembros de la CE establezcan con ésta vínculos más estrechos que los

actuales en lo que respecta al comercio y los lineamientos del tipo de cambio. Por consiguiente, Europa constituirá un gran bloque y cumplirá un papel relativamente más importante que el actual; aunque opino que, con todo, no se convertirá en una entidad monetaria separada e indisoluble.

Un aspecto que quizá nos hubiera llevado a pecar de excesivo optimismo en 1963 podría haber sido pronosticar que los países comunistas pasarían a desempeñar un papel importante en el movimiento libre de bienes, servicios y capitales. No obstante, pese a la evolución desalentadora que han tenido en el pasado, sería de esperar que, sin duda alguna, el vigor de la actividad económica y el mayor grado de madurez política de China alcancen niveles que le permitan establecer en el próximo cuarto de siglo vínculos importantes, si no completos, con los países de moneda convertible; es muy probable que también lo hagan los países de Europa oriental y hasta es posible que Rusia evolucione de la misma manera.

Sin entrar en la posible evolución de India y los demás países de Asia o del resto del mundo, el panorama se nos presenta bastante claro: vemos que aumenta el número de países grandes que forman bloques económicos. Asimismo, sería de prever que la razón importaciones-PNB crezca mucho en todos los países, como lo ha hecho en casi todos ellos (pero no en Japón) en los últimos veinticinco años; esto constituiría un hecho destacable (aunque sujeto posiblemente a una salvedad que mencionaré más adelante).

Pasemos ahora a las perspectivas que ofrece la tecnología de la informática, ámbito en el que, al parecer, no hay razón para esperar que disminuya mucho la tasa de crecimiento casi exponencial del último cuarto de siglo, aunque ello supone una evolución que es casi literalmente imposible de imaginar. Mucho antes del año 2013, el tamaño de un ordenador con la capacidad del cerebro humano será menor que el propio cerebro de un hombre.

El costo relativo del equipo y los programas y de las combinaciones de éstos seguirá bajando, y al final del período que estamos considerando será una realidad la democratización de los mercados financieros. En la mayor parte del mundo toda persona que tome decisiones podrá, si lo desea, conectarse con un sistema mundial de información, tanto para enterarse de lo que está sucediendo como para realizar las operaciones que le interesen. Esto aumentará aún más el volumen y la difusión de las corrientes financieras de todo tipo. Sin duda alguna, esto significará descartar definitivamente la posibilidad de imponer controles cambiarios (algo que ya está muy reducido, como hemos visto). Es más dudoso que esta evolución lleve a un crecimiento exponencial de la inestabilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés. Es probable que la rápida expansión reciente de todas las formas de cobertura financiera mediante créditos recíprocos, operaciones de futuros, opciones, etc., se acelere en lugar de perder ímpetu, y puede que ello produzca un cierto efecto neutralizador.

Debo señalar que también preveo un efecto paralelo en el área de los bienes y servicios no financieros, que se traducirá en que ya no será necesario transportar físicamente allende las fronteras gran parte de lo que ahora se incluye en el comercio. Por ejemplo, los adelantos logrados con el facsímile y el uso de satélites significan que la prensa ya no tiene que transportarse por vía aérea de un país a otro y pasar aduanas; pueden ahora publicarse periódicos enteros en países que no son precisamente en los que están sus redactores. Con toda seguridad, habrá muchos ejemplos más de este tipo, que es simple y ahora ya resulta familiar. A medida que el volumen de información e instrucciones pase a ser una mayor parte del valor agregado de muchos productos, es probable que disminuya relativamente el volumen físico del comercio tal y como hoy lo conocemos.

Todo esto es muy complejo y lleva tiempo analizarlo. En el pasado se han hecho muchas predicciones sobre revoluciones tecnológicas que luego no se cumplieron, o que ocurrieron a un ritmo mucho más lento que el previsto por los entusiastas. (En los años treinta, muchos suponían al parecer que muy pronto todos tendríamos helicópteros privados y pistas de aterrizaje en el techo de nuestras casas.) ¿Cabe extrapolar las tendencias de los últimos años? En términos generales, creo que sí.

Quizá nos esperen épocas muy agitadas; tal vez una grave recesión. También es posible que las condiciones políticas den la espalda a la liberalización experimentada en los últimos años y soplen vientos de restricción y proteccionismo, aunque cada vez parece más difícil que las restricciones arraiguen. Puede que se conjuguen varias circunstancias de forma que en diferentes campos surja un pequeño número de entidades privadas de alcance verdaderamente global —grupos multinacionales industriales, comerciales y de servicios financieros— cuyo poder será difícil de contrarrestar.

¿De qué manera repercute ese orden mundial que estamos esbozando sobre las posibilidades de que contemos con un sistema monetario internacional? En primer lugar, no se ve ninguna potencia que predomine y, por consiguiente, tampoco habría un banquero del sistema. En segundo lugar, no parece probable que se establezca, ni que vuelva a surgir, un activo externo de reserva que sirva de patrón. Estoy convencido de que el oro seguirá siendo un importante almacén de valor. El DEG y el ECU serán importantes unidades de cuenta que se emplearán cada vez más como vehículo de las transacciones internacionales. Quizá, como ahora se acostumbra a recomendar, se utilicen cestas de mercancías, que podrían incluir el oro, como indicadores de referencia a efectos de política económica.

No obstante, todos estos papeles resultan secundarios en comparación con el desempeñado claramente por el oro antes de la primera guerra mundial y con el que se pretendió que desempeñara en el sistema de Bretton Woods. Un activo de reserva que verdaderamente sirve de base de un sistema se tiene cuando a él se vinculan los países en forma estructurada y

limitativa. Opino que si los países demuestran que pueden quebrar esos vínculos formales sin que ello acarree consecuencias nefastas evidentes, en cierto sentido será como haber comido del fruto del árbol de la ciencia del bien y del mal. Una de las frases más conmovedoras de la historia monetaria internacional fue la que pronunció un miembro del gobierno laborista británico, en el poder en el período de 1929 a 1931, que exclamó: "Nunca nos dijeron que podíamos hacer eso", cuando el gobierno nacional que lo sucedió cortó el vínculo con el patrón oro. Casi cuarenta años después, Estados Unidos, para no verse limitado en sus acciones, volvió a hacer lo mismo, y —si el oro no sirve, menos habrá de servir el papel moneda— no veo la razón por la cual en el futuro los pueblos y gobiernos hayan de querer conferir trascendencia suficiente en un activo externo para que limite la política económica y lleve a formar parte de un sistema internacional.

Por consiguiente, durante un futuro indefinido encararemos un orden mundial oligopolístico, en el que el poder estará disperso en forma compleja y tal vez no estructurada, a saber, unos pocos países grandes o bloques de países cuyo aparente poderío es por muchos motivos menos de lo que parece debido al entretejido de poder de las empresas y la tecnología informática que los cruza. ¿Cuál será el comportamiento de los países en esas circunstancias? ¿Seremos testigos de un avance sostenido hacia las zonas meta, ese concepto que tan popular es ahora? Quizá. Sin embargo, las zonas meta carecen de valor si no se identifica el contexto de política económica en el que se supone que funcionan. Vimos antes que, de hecho, el concentrarse en la política monetaria interna, sin tener en cuenta la política fiscal ni otras medidas, aumenta la inestabilidad de los tipos de cambio, incluso cuando los principales países comparten el mismo objetivo final de bajar la inflación.

Se ha sugerido que las grandes potencias manejen, en cierto sentido, una política monetaria común basada en el concepto de una oferta monetaria mundial y no en una serie de ellas a nivel nacional. Este enfoque está plagado de obstáculos que no es probable desaparezcan. Tenemos sobre todo el problema, que se ha agravado en los últimos años, y que posiblemente sea cada vez más insoluble, de identificar una determinada categoría de activos financieros (denominada dinero) que presenta una relación discontinua con el resto de la gama de activos financieros.

En la práctica me parece que tendremos que servirnos del continuo y algo desorganizado examen de todo el conjunto de medidas de política económica que toman los principales países participantes, sobre todo, Estados Unidos y Japón. Asimismo, y en comparación con la situación actual, los países van a tener que ajustar su política interna en aras de las condiciones internacionales mucho más de lo que les gustaría.

El camino que lleva a esa meta está lleno de escollos. Se adoptarán muchas ideas sobre zonas meta que se estrellarán contra la realidad. Se alternarán períodos de concordia con otros de discordia; aunque quizá quepa

esperar el surgimiento de algún procedimiento viable al final, cuando las potencias soberanas en cuestión aprendan, tras reiteradas lecciones, las desventajas que tiene el no llevar hasta sus últimas consecuencias las repercusiones de las medidas económicas elegidas por cada uno. La relativa apertura, incluso de las economías más grandes, y el poder relativo de las grandes empresas multinacionales quizá contribuyan gradualmente a que las grandes potencias establezcan una forma de colaboración torpe, aunque cada vez más estrecha. Los países que se encuentran en posiciones inferiores de la escala de poder y tamaño unirán sus destinos a los de uno u otro polo.

Estimo que esto no será un sistema y, en muchos aspectos, carecerá del atractivo de la igualdad de trato para los distintos países, independientemente de su tamaño, que al parecer les daba el sistema de Bretton Woods, si bien aún con este último, la igualdad de trato era más aparente que real. Puede que en el futuro veamos con mayor nitidez la desigualdad que impera en la realidad. Quienes tengan buena memoria recordarán que hacia finales de la última guerra apareció un proyecto de régimen monetario de posguerra que compitió con el de Bretton Woods, y que fue el sistema de moneda clave presentado por John L. Williams del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. La idea no tuvo acogida entonces, probablemente con razón. El Reino Unido no habría podido soportar la carga que el papel que se preveía para la libra esterlina hubiera representado. No obstante, quizá después de cincuenta años las ideas de Williams puedan finalmente dar fruto, de un modo que por cierto él nunca hubiera imaginado: con el dólar y el yen como monedas clave.

* * *

SIR JEREMY MORSE: Muchas gracias, Kit, por la magnífica alocución inaugural, y ahora tiene la palabra Tommaso Padoa-Schioppa.

¿Hacia un nuevo vínculo ajustable?

Tommaso Padoa-Schioppa

Señor presidente y distinguidos invitados: hablar sobre un tema tan difícil como "el sistema monetario internacional en el próximo cuarto de siglo" es un honor y a la vez una tarea casi imposible, que el nivel alcanzado por tantos predecesores ilustres torna aún más ardua.

Si un horizonte de veinticinco años es demasiado largo para toda aquella persona encargada la política económica, tanto más lo es para un banquero central. El primer interrogante es: ¿cuáles son las perspectivas de cambio en ese período?

Los cambios trascendentales pueden ocurrir muy rápidamente. La conferencia de Bretton Woods duró alrededor de tres semanas, el sistema de tipos de cambio fijos se deshizo en un día —el 15 de agosto de 1971— y se tardó alrededor de seis meses para establecer el Sistema Monetario Europeo (SME). Los períodos de gestación del primero y del último de estos acontecimientos también fueron relativamente cortos. Otros cambios tomaron más tiempo —entre quince y veinte años— como por ejemplo, el retorno a la convertibilidad de las monedas, el importante avance en la liberalización del comercio y el más reciente esfuerzo de los países industriales en pos de una gestión conjunta de los tipos de cambio. Aunque a veces la formulación y aplicación de los proyectos de reforma deben hacerse en poco tiempo para aprovechar unas condiciones favorables que no duran mucho, la transformación de las ideas y realidades económicas fundamentales es lenta.

Mis comentarios no tienen por objeto elaborar proyectos. Por el contrario, convencido como estoy de que las semillas del futuro están contenidas en el presente, lo que trataré de hacer es definir el sistema viable en el futuro que puede surgir de ellas. Mi tarea debe alimentarse necesariamente de optimismo; por ello intentaré remitirme a los últimos años del pasado cuarto de siglo. En cuanto a la aplicación de ese sistema, es menester una combinación de lógica económica, discernimiento de lo posible, determinación en el empeño de cara a objetivos que están lejanos y buena suerte.

Bretton Woods y el SME son los únicos sistemas monetarios estructurados que hemos conocido desde la segunda guerra mundial. Cuando meditamos sobre la futura evolución de las relaciones monetarias internacionales, es natural que se haga referencia a su duración y al papel histórico desempeñado por esos sistemas y no por los anteriores. Por mi edad,

estudios y actividades, lo que sé sobre Bretton Woods (por no decir sobre el patrón oro) proviene de la lectura, en cambio el SME lo conozco por experiencia profesional. En consecuencia, estoy muy influido por las enseñanzas prácticas e intelectuales que se desprenden del SME. Mis observaciones llevarán a menudo implícitas una referencia al SME. Y, en una alusión directa que haré, voy a sostener que trasplantar el mecanismo del SME al sistema monetario internacional sería una operación arriesgada.

Limitaciones de los sistemas elegidos como segunda opción

Desde que Kant publicó *Zum ewigen Frieden* [Hacia una paz duradera], la creación de un "gobierno universal" ha sido la solución radical para los problemas planteados por las relaciones internacionales. Ello no es menos cierto para las cuestiones económicas que para otras esferas políticas más amplias, debido a dos razones: la primera es que la actividad económica no puede desarrollarse eficazmente sin alguna forma de gobierno y la segunda, que las fronteras de los países ya no coinciden con las de los mercados. La solución del conflicto inherente a estas proposiciones supone encaminarse hacia una utopía o, en otras palabras, hacia una institución facultada para regir los asuntos económicos internacionales.

Si desde las alturas de la utopía regresamos a la realidad de nuestro mundo, nos damos cuenta de que concebir un orden monetario internacional viable es tan difícil que hace falta contar con un marco lógico para ordenar nuestras ideas. El que considero más simple e ilustrativo puede resumirse en estas palabras: no puede haber un grupo de países en el que coexista el libre comercio, la plena movilidad de capitales, tipos de cambio fijos y una política macroeconómica autónoma. Cuando se dan simultáneamente, estos cuatro factores forman un "cuarteto incompatible", y todo sistema en el que aparezcan incluye más variables de las que necesita[1].

En nuestro lenguaje actual no utópico, damos por lo general el nombre de "sistema" a un conjunto de acuerdos monetarios que eliminan o limitan uno, o una determinada combinación, de los cuatro factores, sin llegar a la plena solución "kantiana" de una unión monetaria supranacional. Sin embargo, mientras haya diferencias entre los objetivos de política económica de los países y éstos conserven facultades para desatender la voluntad de otros, todo acuerdo de este tipo comprende una inestabilidad intrínseca que impedirá que los acuerdos perduren. Los mecanismos especiales empleados para hacer frente a esas contradicciones son tan solo artilugios. Su eficacia tiende a desaparecer, y las contradicciones vuelven a surgir inevitablemente en alguna parte del sistema. Es por ello que este tipo de acuerdo representa siempre soluciones de segundo orden.

[1] En la Conferencia Per Jacobsson de 1972, Henry Wallich observó que esta incompatibilidad era "un hecho bien conocido de los economistas, pero nunca reconocido en nuestras estructuras institucionales o en los principios aceptados de política nacional". Véase Henry C. Wallich, *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan*, pág. 7.

La historia monetaria internacional de la posguerra puede interpretarse en función de los brotes periódicos del "cuarteto incompatible", de las reacciones que provocaron y de subsiguientes adaptaciones.

El orden económico creado en Bretton Woods y La Habana se basó en el libre comercio y los tipos de cambio fijos; se trató de subsanar esta contradicción al permitirse (e incluso fomentarse) el control oficial de las corrientes de capital. En principio, se preservó la autonomía de la política macroeconómica nacional, el cuarto componente del cuarteto, aunque en la práctica, Estados Unidos ejercía una poderosa influencia en su formulación.

Lo acontecido luego demostró que el sistema podía contribuir a un crecimiento económico ordenado y duradero y reveló también las contradicciones del sistema. En síntesis, la rápida expansión del comercio mundial y la consiguiente necesidad de acuerdos de pago más libres provocaron el retorno a la convertibilidad de las monedas, lo que a su vez significó el abandono gradual de las restricciones sobre los capitales. Al mismo tiempo, el rápido crecimiento económico de Europa y Japón hizo que el liderazgo de Estados Unidos se resintiera y que el dólar se debilitara. A comienzos de los años setenta, el sistema había recorrido un giro de 360°. Las dos funciones que Bretton Woods había reservado a las autoridades, a saber, el control del tipo de cambio y la gestión de las corrientes internacionales de capital se habían transferido a los mercados[2]. La solución simple que en los años cuarenta se había dado al cuarteto incompatible, fue remplazada por una fórmula mucho más compleja, en la que se coartaba algo cada uno de los cuatro elementos para dejar sitio a todos. Hasta la tentación de restringir el comercio fue más fuerte después del desplome de Bretton Woods y, en más de una ocasión, los países se dejaron tentar.

Tipos de cambio

El paso a los tipos de cambio flotantes parecía inevitable y resultó irreversible tras la primera crisis del petróleo y la subida de los precios de otros productos básicos. Tuvo buena acogida entre casi todos los economistas de las universidades, y muchas autoridades gubernamentales se sintieron aliviadas porque pensaron que la fijación de los tipos de cambio por el mercado aseguraría el ajuste externo y conciliaría la política económica divergente de los distintos países, liberándolos de las restricciones externas[3].

[2]Los dos acontecimientos que caracterizaron la transición, a saber, el abandono de las paridades del Smithsonian y la decisión de dejar librado a los mercados el reciclaje de los superávit petroleros, estuvieron relacionados y se produjeron de forma casi simultánea.

[3]En esta idea influyó mucho el artículo publicado por Milton Friedman en 1951, cuando la hegemonía económica y política de Estados Unidos en el mundo occidental era indiscutible, los movimientos del capital estaban muy controlados y aún era mínimo el grado de integración comercial y financiera de los países industriales. Vale la pena destacar que Friedman se mostraba partidario de tipos de cambio flexibles para Estados Unidos, país en donde la razón entre las importaciones y el PNB era un minúsculo 5%, de modo que era poco probable que la repercusión interna de las variaciones del tipo de cambio se considerara significativa.

Lo ocurrido en los años setenta y ochenta frustró esas esperanzas. No cabe duda de que muchas variaciones del tipo de cambio han contribuido a mantener un sistema abierto de relaciones comerciales en situación en que algunas perturbaciones reales adquirían una dimensión sin precedentes. Sin embargo, en general, los mercados no han logrado que los tipos de cambio se mantengan en línea con los factores fundamentales y han ocasionado desajustes grandes y duraderos[4]. Los ciclos por los que ha atravesado el tipo real de cambio crearon tiranteces en las relaciones comerciales, fomentaron el proteccionismo y alteraron el cálculo de costos y beneficios, redundando en una asignación desacertada y un despilfarro de recursos. En vez de contrarrestarse los desequilibrios incipientes con variaciones estabilizadoras del tipo de cambio, lo que se produjo fue un ajuste tardío, muchas veces en situación de mercados inestables. Se ha mantenido en pie la interdependencia económica y la interacción de las políticas nacionales, más como consecuencia de los vínculos "reales" de la producción y el intercambio de bienes y servicios que como resultado de un determinado régimen cambiario.

En Europa, se comprobó el costo y la ineficiencia de los tipos de cambio flotantes y ello llevó a que, con la creación del SME en 1979, volvieran a quedar sujetos al control de las autoridades. A nivel internacional, el acuerdo del Hotel Plaza (septiembre de 1985) y el acuerdo del Louvre (febrero de 1987) marcaron el retorno a la gestión oficial conjunta de los tipos de cambio. Los acuerdos de diciembre de 1987 alcanzados por el Grupo de los Siete (Louvre II) señalan un nuevo avance en este sentido.

Definiría estos acuerdos como pasos prudentes, casi experimentales en el campo, desde hace mucho tiempo abandonado, del vínculo ajustable. Este término suele no ser bien recibido porque se lo asocia a la incapacidad de "ajustar" y al "vínculo" rebelde que caracterizaron la agonía del sistema de Bretton Woods. No obstante, ¿qué es lo que se tiene, sino un cierto tipo de vínculo ajustable, cuando los gobiernos determinan el nivel de los tipos de cambio o la tendencia que deben seguir sus variaciones, cuando transforman los criterios empleados convirtiéndolos en "zonas de referencia" para los tipos de cambio, cuando defienden ese planteo mediante intervenciones en el mercado cronológica, técnica y cuantitativamente coordinadas, y cuando llevan a cabo un examen conjunto y regular de su política económica?

¿Abandonarán pronto los principales países esta estrategia y dejarán que los acuerdos del Plaza y del Louvre sean ejemplos aislados de una cooperación ad hoc, meros ejemplos de una pausa en el largo período de desatención que ha recibido el tipo de cambio? Tal vez. Empero, considero que lo más probable es que estos acuerdos marquen el inicio de una fase que puede dar

[4]Los desajustes también pueden provenir de un exceso de flexibilidad de los tipos de cambio, como sucedió en el sistema de tipos flotantes, y de una rigidez excesiva, como ocurrió en el sistema de Bretton Woods; ahora bien, en los años setenta y ochenta los desajustes han sido mucho mayores.

lugar a un nuevo sistema monetario internacional, lo que por cierto sería mucho más conveniente.

Los motivos para que el tipo de cambio ocupe el centro de la cooperación económica son muy válidos: su determinación no es ambigua; son el vínculo principal entre los países y la manifestación principal de su interdependencia; numerosos instrumentos de la política económica, entre ellos, la intervención en el mercado, la gestión de los tipos de interés y la demanda interna influyen en el tipo de cambio y éste en ellos; los efectos del tipo de cambio en las economías nacionales son muy marcados y su comportamiento inadecuado plantea graves peligros para el libre comercio.

Un vínculo ajustable más estructurado que el del sistema pragmático utilizado por el Grupo de los Siete tendría que fijar criterios más formales para la definición del vínculo, la gama de flexibilidad permitida, el grado de simetría, tanto en la gama como en la normativa de la intervención, la publicidad que habría de darse a los compromisos contraídos, etc. Estas cuestiones son sin duda difíciles. Sin embargo, cabe confiar en que los responsables de la política económica se inspiren en la abundante literatura sobre regímenes cambiarios y la ingeniosidad de los funcionarios. En consecuencia, permítaseme pasar a otros temas que, como el régimen cambiario, atañen a un sistema monetario internacional.

La movilidad del capital y el legado de la deuda

Han sido varios los factores que hicieron que los mercados privados tomaran las riendas de la movilidad del capital, a saber: el carácter complementario de las transacciones reales y financieras; el deseo de eludir las reglamentaciones y los impuestos; las innovaciones financieras y el avance de las comunicaciones; el convencimiento de que la movilidad del capital y la existencia de mercados financieros mundiales daría más eficiencia a la asignación de recursos, y la creciente distancia a escala internacional entre ahorradores y prestatarios finales, cuya máxima manifestación se vio con los superávit y déficit relacionados con los pagos del petróleo.

La diversificación monetaria y la inversión directa son dos aspectos de la movilidad del capital que han cobrado especial importancia en el mercado financiero mundial.

Tratemos en primer lugar la diversificación monetaria. Muchas transacciones financieras no obedecen a la transferencia de capitales entre residentes de distintos países sino a la modificación de la composición monetaria de las carteras. Además, las emisiones de títulos se expresan cada vez más en una moneda que no es la del país del emisor. Quizá sea inevitable —incluso conveniente en ciertas condiciones y siempre que se adopten determinadas precauciones— que los prestatarios y prestamistas (sin excluir a los Estados) tengan libertad absoluta para fijar la denominación de sus

emisiones. Por otra parte, cuando la diversificación monetaria "pura" repercute sobre el tipo de cambio, no cabe criticar con la misma severidad las medidas tomadas para contrarrestar esos efectos, asiéndose del argumento de la eficiencia en la asignación de recursos, que cuando se trata de otros movimientos del capital o en el caso del comercio.

Pasemos ahora al segundo aspecto, la inversión directa, que ocupa el extremo opuesto. Las grandes empresas internacionales distribuyen cada vez más la producción entre distintas áreas monetarias ya sea mediante compra de instalaciones o construcción de nuevas plantas, no sólo para aprovechar condiciones más favorables para la producción, sino también para evitar las restricciones al comercio y el riesgo cambiario. La creciente posibilidad de que los empleadores y los empleados de las industrias sean de distinta nacionalidad es uno de los aspectos de la eliminación de las fronteras económicas que puede tener repercusiones estabilizadoras favorables.

El legado de la deuda está estrechamente vinculado a la movilidad del capital. La evolución del sistema monetario internacional estará signada durante muchos años por las cuantiosas deudas acumuladas por algunos países en desarrollo en los años setenta y comienzos de los ochenta, y desde hace poco por Estados Unidos[5]. La magnitud de esa deuda, que no hubiera sido posible alcanzar de no ser por la apertura de los mercados financieros, influye de distintas maneras en el sistema monetario internacional. Como necesitan una entrada constante de capital extranjero, los países deudores no pueden desestimar las opiniones de los acreedores internacionales. El volumen de la deuda es tan enorme que amenaza permanentemente a la economía mundial con una crisis de confianza y la inestabilidad financiera. El endeudamiento de Estados Unidos en los mercados internacionales también puede acelerar el debilitamiento del dólar como principal activo de reserva y provocar brotes periódicos de inestabilidad monetaria.

Cualquiera que sea la opinión que se sostenga sobre el aporte de las corrientes de capital a corto plazo al bienestar económico mundial —y al respecto soy bastante escéptico—, el libre movimiento de capitales con distintos vencimientos será una de las características que por mucho tiempo observaremos en las relaciones monetarias internacionales en situación siempre de una inestabilidad financiera latente y de cuando en cuando

[5]La deuda de los años ochenta muestra analogías con episodios del pasado. El caso de los saldos en libras esterlinas, que resulta parecido al problema de la deuda de Estados Unidos, retrasó la recuperación del Reino Unido después de la segunda guerra mundial y aceleró el declive de la libra como moneda de reserva. El pago de reparaciones de guerra por Alemania y el abultado endeudamiento externo de los años veinte, que tienen un paralelo con el problema de la deuda de los países en desarrollo, presagiaron el comienzo de la gran depresión económica de Alemania y la agravaron. En cambio, la deuda externa de Estados Unidos contraída en los últimos años del siglo XIX no es comparable al endeudamiento que está acumulando este país en los últimos años de este siglo. Entonces, a la masa de capital de Estados Unidos se sumaba la entrada de capital externo de otras economías más maduras que se destinaba a financiar el desarrollo; ahora, la mayor parte de las entradas de capital de los años ochenta se han empleado para financiar los déficit del sector público y el consumo.

manifiesta. No podemos, y es más, no debemos pensar que restringir la movilidad del capital sirva para armonizar las relaciones del cuarteto incompatible. Lo que sí hay que hacer es impedir que la movilidad del capital y el legado de la deuda produzcan perturbaciones del régimen cambiario.

A tal fin se necesitará una fórmula mucho más compleja que la de 1944. Deberá comprender un control mundial de los niveles de prudencia en mercados e instituciones financieras, mayor libertad y garantías para la inversión directa, cooperación entre acreedores y deudores para proteger los activos e instrumentos que eviten las consecuencias indeseables debidas puramente a la diversificación monetaria.

¿Coordinación o una moneda internacional?

La gestión del tipo de cambio y el alto grado de movilidad del capital nos hacen volver la atención sobre el cuarto elemento del cuarteto incompatible, a saber, la autonomía de la política económica nacional. Uno de los aspectos de vital importancia en ese sentido son las repercusiones de la política monetarias de los países de moneda de reserva sobre los tipos de cambio y la liquidez internacional.

La clave para la estabilidad de un sistema monetario nacional radica en una gestión monetaria que asegure una cantidad suficiente de dinero para satisfacer las necesidades del comercio dentro de límites de escasez monetaria que permitan retener un valor estable. Para que un sistema brinde las mismas garantías en una economía conformada por muchos países soberanos deben cumplirse dos condiciones, que podríamos llamar "unicidad" y "estabilidad". La gestión conjunta de los tipos de cambio, junto con la movilidad de capitales, admite nada más que una sola política monetaria en el área; asimismo, para alcanzar la estabilidad de precios es menester que la estructura institucional prevea atribuciones que den prioridad a esa estabilidad si se presentan tensiones que se le contraponen[6].

En principio, el eje de estabilidad para la política monetaria puede establecerse en una moneda nacional, internacional o en un grupo de monedas nacionales. Analicemos brevemente cada una de estas opciones.

Una moneda nacional única cumple con la condición de unicidad, pero no es probable que brinde una estabilidad duradera. En ninguno de los sistemas empleados hasta ahora con una moneda nacional o internacional no se ha

[6]Fijar el tipo de cambio no es suficiente, ya que queda sin determinar el nivel mundial de los precios; en principio, la estabilidad del tipo de cambio es compatible con cualquier tasa de inflación en los países de moneda de reserva. Para tener en cuenta este aspecto, comúnmente denominado el problema del enésimo país, las últimas propuestas han ofrecido soluciones que varían desde la regla sugerida por McKinnon para la oferta monetaria mundial a la estabilización de los precios mundiales de los bienes comerciables, pasando por un índice de precios de los productos básicos y un retorno al patrón oro. En última instancia, todas esas propuestas entrañan subordinar los objetivos de política nacional a un patrón o criterio que se fija desde afuera.

logrado estar totalmente exento de influencias exógenas. En el sistema de Bretton Woods, que es el que más se aproxima a esas condiciones, se ha visto que una solución de este tipo conlleva el riesgo de que el país de moneda de reserva utilice indebidamente el poder de señoreaje (de alcance mundial). Por otra parte, tratar de reducir ese peligro haciendo que la moneda sea convertible en un activo "externo" como el oro expone al sistema a una inestabilidad a largo plazo *à la* Triffin. A menos que, por casualidad, el volumen total de ese activo externo crezca en proporción a la demanda de liquidez internacional, todo patrón mercancía producirá ciclos arbitrarios de inflación y deflación. Además, si se permite que la demanda de liquidez internacional crezca dejando que el total de moneda fiduciaria aumente en relación con el patrón oro, el desmoronamiento de la convertibilidad será tan solo cuestión de tiempo.

De cuando en cuando, la comunidad internacional ha llegado al umbral mismo de la segunda solución, es decir, un activo de creación internacional, que sin dudas ofrece un gran atractivo intelectual y se acerca más a la utopía. Keynes propuso el *bancor*. El DEG, el sistema de liquidación en activos y el plan de una cuenta de sustitución representan esfuerzos hechos en ese sentido. Con el SME quizá pueda adoptarse ese tipo de solución a nivel regional, lo que podría dar un impulso decisivo para que se considere la misma solución en el ámbito internacional. No obstante, las dificultades que habrá que superar son evidentes. En primer lugar, habría que ceder definitivamente soberanía nacional a una institución dotada de facultades equivalentes a las de un banco central nacional. La gestión monetaria no puede hacerse mediante negociación multilateral. En segundo lugar, la magnitud misma de liquidez que ofrecen los mercados financieros es tan grande, que el propio concepto de control del proceso de ajuste internacional vía la oferta de una moneda internacional podría verse socavado.

Esto significa que el sistema de múltiples monedas de reserva probablemente siga vigente y evolucione durante muchos años. La deuda externa de Estados Unidos y los superávit de la República Federal de Alemania y Japón harán que haya menos disparidad entre los papeles que desempeñan las tres monedas clave, y seguirán fomentando la internacionalidad del mercado de capitales en marcos alemanes y yen. Si el SME sigue su trayectoria hacia la unión monetaria, un ECU de nueva definición podría convertirse en una auténtica moneda de reserva utilizable tanto dentro como fuera de los países europeos. El carácter multimonetario de la economía mundial podría extenderse de los mercados financieros a los de productos básicos.

Los aspectos sistémicos del sistema de múltiples monedas de reserva aún no se comprenden totalmente en lo que hace a la "estabilidad" o a la "unicidad". En cuanto a la estabilidad, podría sostenerse que el sistema de múltiples monedas de reserva presentaría ciertas ventajas frente a un sistema basado en una sola moneda nacional, porque la competencia entre las monedas impediría que las autoridades monetarias se apartasen del curso

correcto[7]. No obstante, resulta discutible que este mecanismo disciplinario sea suficiente para lograr una estabilidad de precios satisfactoria. En lo que hace a la unicidad de la política económica, está claro que el sistema de múltiples monedas de reserva es deficiente, como lo demuestran los hechos de los últimos años, a saber: los países de moneda de reserva han experimentado grandes desequilibrios de pagos y los activos y pasivos exteriores se están acumulando a un ritmo insostenible. Para que el nivel mundial de los precios se apoye sobre un pilar nominal colectivo hace falta una política económica estable y el compromiso compartido de que los países de moneda de reserva coordinarán sus medidas. Como señalaré más adelante, ello exige un marco institucional sólido.

¿Puede exportarse el SME a todos los países?

Todo vínculo ajustable debe conciliar dos condiciones algo contradictorias: fomentar el comercio y la asignación acertada de recursos, minimizando los roces y las presiones proteccionistas, y optimizar las relaciones entre los tipos de cambio y las medidas de política macroeconómica para lograr una combinación satisfactoria de estabilidad de precios y empleo. La primera condición exige que las normas sean fijas y la segunda que las decisiones puedan tomarse en un marco de flexibilidad.

Desde ese punto de vista, el SME ha tenido mucho éxito durante el período en que la desinflación era un aspecto prioritario de la política económica. En situación normal los tipos de cambio son casi fijos; cuando los factores fundamentales exigen el reajuste de los tipos centrales, las autoridades tienen que convenir en modificaciones mutuamente aceptables. La norma rige durante los días hábiles; las facultades discrecionales aparecen en los fines de semana.

La enseñanza principal del SME es que un vínculo ajustable funciona, pues permite lograr, cuando es objeto de un gestión adecuada, un buen equilibrio entre las calidades de "fijo" y "ajustable", al tiempo que se evitan las rigideces que provocaron el desmoronamiento del sistema de Bretton Woods. La "gestión adecuada" entraña varias condiciones, a saber: que los reajustes sean el resultado de decisiones verdaderamente colectivas, que la modificación de los tipos centrales vaya unida a correcciones de la política económica interna, que el beneficio que se desprenda para todos pese más que la suma de las ventajas para cada uno de los países y que la cooperación se convierta en hábito.

¿Significa esta experiencia positiva que la adopción sin más de un "SME a nivel mundial" sea recomendable? Yo señalaría dos razones para ser cautelosos.

[7]Este era el sentido en el que Otmar Emminger solía predecir un período de "revaluaciones competitivas" de las monedas de reserva.

En primer lugar, el éxito del SME se debe en gran parte a factores idiosincráticos de Europa. Las economías que comprenden el sistema son más abiertas, tienen una integración más estrecha y son más homogéneas que las del trío Estados Unidos-Europa-Japón. Además, la estructura institucional que fomenta y sostiene al sistema es mucho más avanzada y comprende cuestiones mucho más amplias, a saber, abarca un gran conjunto de normas legislativas de aplicación directa en los Estados miembros, un Parlamento electo en el que los partidos políticos participan en aras de una "causa europea" y una hueste de comisiones y consejos cuyos funcionarios se reúnen con frecuencia para unificar opiniones. Por consiguiente, el fracaso de un "proyecto" de la envergadura del SME entrañaría un costo económico y político tan grande que en determinadas situaciones cruciales los países han preferido modificar su política económica interna con tal de no salirse del sistema. De no ser por esta estructura, el sistema no tendría capacidad suficiente para imponer la coordinación. Por último, se encuentran los métodos establecidos para supervisar el sistema que son muy avanzados y aseguran no sólo un intercambio regular de información sino también un engranaje suave para pasar de la gestión cotidiana a la aplicable en momentos de crisis (reajuste).

En segundo lugar, la evolución del propio SME obedece tanto a la inestabilidad sistémica del "cuarteto incompatible" como a los cambios que se producen en la situación real de las economías que participan en el sistema. En términos generales la etapa desinflacionaria del SME terminó con éxito alrededor de 1986, con la ayuda de la subida del dólar y (del resto) de los controles cambiarios que todavía existían en Francia e Italia. Durante esa etapa era natural que los países con tasas altas de inflación aceptaran la subida de su tipos de cambio reales y el deterioro de sus balanzas comerciales como el justo precio de la desinflación.

El sistema tiene ahora que resolver dos problemas nuevos, a saber, cuantiosos desequilibrios en los pagos que no obedecen a diferencias de las tasas de inflación[8], y la ya inminente liberalización de todas las corrientes de capital a corto plazo (que bien podría ocurrir mañana mismo). Las dificultades propias de estos problemas se ven agravadas por el dilema de política económica que plantea su acaecimiento simultáneo. Desalentar los movimientos especulativos de capitales requeriría extirpar las expectativas de reajuste, pero los crecientes desequilibrios en los pagos observados en el área puede que exijan un ajuste cambiario en su momento.

En consecuencia, antes de poder ser exportado, el SME tendrá que resolver estos problemas, que se asemejan más a los que se presentarían en un SME "mundial" que a los que lograron superarse en el pasado.

[8]Entre 1985 y 1987 los países del SME acumularon un superávit de la balanza en cuenta corriente de ECU 109.000 millones, en gran parte debido al superávit de ECU 100.000 millones de la República Federal de Alemania, aproximadamente la mitad del cual provenía del comercio con países participantes en el régimen cambiario.

Normativa, instituciones y liderazgo

Pasemos ahora a considerar la coordinación y las facultades discrecionales a nivel mundial.

Para los tipos de cambio, sólo las dos soluciones extremas, es decir, tipos fijos o flotantes, suponen una norma simple e inequívoca; todo otro régimen intermedio entraña una combinación de reglas y de facultades discrecionales que es difícil de alcanzar. Conlleva lograr el equilibrio justo entre la disciplina monetaria (estabilización) y la integración del comercio (asignación acertada de los recursos).

En cuanto a la política de la demanda agregada, no es de prever que ninguna norma logre la coordinación necesaria para satisfacer la condición de congruencia. Tanto a nivel internacional como nacional, la determinación de prioridades, la ponderación de la importancia relativa de las distintas variables, la elección de opciones y la decisión sobre quién debe intervenir son cuestiones que sólo pueden resolverse subjetivamente y mediante soluciones de compromiso. Puede que contar con una opinión común sobre el desempeño de la economía mundial y las relaciones entre las economías nacionales —incorporada tal vez en un conjunto de indicadores— contribuya a la ejecución de las facultades discrecionales, pero un modelo común es algo totalmente distinto de una norma de política económica. La complejidad de las relaciones económicas entre los países no se descubre con un reglamento.

Entonces, ¿quién va a tomar las decisiones? Como no parece que vaya a surgir un sólo país líder, resulta evidente que la respuesta es que debe ser la comunidad internacional con criterio cooperativo.

Sin embargo, no parece que sea realista suponer que en nuestras democracias industriales surja la cooperación en forma espontánea cuando se necesita; los intereses inmediatos son distintos; la coyuntura política de los distintos países atraviesa por diferentes fases y las repercusiones en la política económica no son las mismas; la negociación de un acuerdo llevaría demasiado tiempo. No es casual que los países nunca se hayan servido de este método para las cuestiones internas; la anarquía en la gestión de las relaciones de un grupo grande nunca dio resultado. Por consiguiente, la única opción que cabe considerar es que una institución internacional desempeñe un papel más activo.

Desde Keynes, la idea de un banco central mundial como solución institucional al problema de coordinación ha despertado el interés de hombres de visión y experiencia como Robert McNamara y William McChesney Martin, quien la expuso en conferencias anteriores en este foro, y, más recientemente, Richard Cooper. Puede que un cuarto de siglo sea un período lo bastante largo como para abrigar esperanzas y dar lugar a la solución "kantiana". Sin embargo, la necesidad de una institución internacional más fuerte es urgente. Una solución a mediano y largo plazo sólo puede ofrecerla

el Fondo Monetario Internacional, un FMI en el que la misión monetaria haya recuperado su posición central. Evidentemente, a esos efectos, la comunidad internacional debe confiar al FMI la tarea de fomentar la estabilidad monetaria en un contexto mundial de tipos de cambio dirigidos, de comercio abierto y de movilidad del capital. Deberá intensificarse su función de análisis de la situación y política económicas y de elaboración de evaluaciones país por país. Deberá contar con más facultades para organizar y ejercer una presión eficaz a favor de las decisiones cooperativas cuando surjan divergencias de política económica. Con un FMI reestructurado, quizás haga falta volver a examinar las funciones del instrumento operativo del FMI —la ayuda financiera— y adaptarlas al logro del objetivo de la estabilidad global de los mercados financieros y cambiarios.

Un marco institucional más sólido es la única forma de salir del inevitable recomienzo de la cooperación cada vez que nuevos gobiernos, ministros o funcionarios ocupan sus cargos. Recordando a Amiel, Jean Monnet solía decir: *L'expérience de chaque homme se recommence. Seules les institutions deviennent plus sages* [La experiencia de cada hombre se repite. Sólo las instituciones son cada vez más sabias].

Uno de los problemas que está relacionado con el anterior es el del marco institucional para tratar temas que abarquen más de un área de política económica como, por ejemplo, el comercio y los tipos de cambio, temas que cada vez son más numerosos e importantes. La existencia de un marco general de ese tipo beneficia mucho a la Comunidad Europea (CE). En el orden mundial, la actual configuración de instituciones internacionales especializadas deja mucho campo para acuerdos bilaterales y discusiones multilaterales que no están orientados por un organismo con voz y voto para representar al mundo.

Participantes, estructuras regionales y "polizones"

En el sistema de Bretton Woods se aplicaban las mismas reglas y obligaciones a todos los países salvo a Estados Unidos. La posición central de este último obedecía tanto a la magnitud relativa de su economía como a su liderazgo político en la recuperación económica de la posguerra. Estados Unidos suministraba energía al resto del sistema al aportar la moneda de reserva.

El mundo más complejo de hoy día se parece más a una galaxia que a un sistema solar; 151 países son miembros del FMI, frente a 30 países en 1945; en la economía mundial influyen muchos y heterogéneos países, ya sea individualmente o en grupos organizados, desde la CE hasta la Organización de Países Exportadores de Petróleo. Puesto que es probable que en el futuro continúe esta realidad policéntrica y fragmentada, las instituciones internacionales tendrán que adaptarse a ella. Tres aspectos fundamentales a

tener en cuenta en esta adaptación son las estructuras regionales y grupos de países, las relaciones entre los centros de moneda de reserva y el trato que merecen los "polizones".

Justo es decir que la CE y el SME constituyen el ejemplo más claro de una estructura regional (otros ejemplos son la Asociación de Naciones de Asia Sudoriental y la Asociación Europea de Libre Intercambio) y de único sistema multinacional que se orienta explícitamente a una solución "kantiana" y que en muchos aspectos se aproxima a esa solución. Yo creo que debemos defender las estructuras monetarias regionales como elemento necesario de un nuevo orden monetario internacional. Visto desde un enfoque organizativo, existen ahora tantos países soberanos en la economía mundial que es indispensable contar con niveles intermedios de agregación. Visto desde un enfoque económico, ciertas regiones del mundo están tan integradas que ya configuran una posible zona monetaria. En esas regiones, las relaciones comerciales norte-sur son intensas y muchas de las monedas de los "países del sur" ya están vinculadas a las monedas de reserva clave o a una canasta de ellas. Es de suponer que surgirán tres grandes zonas monetarias en el mundo de economía de mercado, basadas en el dólar de EE.UU., el marco alemán y el yen japonés. Dos de estas zonas recogerán la creciente aglutinación de América Latina y de Africa, en torno a Estados Unidos y la CE, respectivamente. En cambio, la futura configuración económica de Asia dista mucho de estar clara. Pese a los estrechos lazos industriales que mantienen con Japón, las economías de reciente industrialización aún basan su política cambiaria en el dólar. Y lo que es más importante, el despertar económico de los dos gigantes de la región, India y China, acaba de empezar. Sin embargo, vale la pena observar que a la reciente apertura de las fronteras de China a las economías de mercado siguió el auge de las operaciones con Japón, que representan alrededor del 60% del total del comercio de mercancías de China con los países industriales de occidente.

En cuanto a las relaciones entre las monedas de reserva clave, que actualmente se manejan dentro del Grupo de los Cinco, el Grupo de los Siete y el Grupo de los Diez, es evidente al parecer que deberán ajustarse cada vez más a la actual realidad tripolar del mundo industrial. Concretamente, cualquier intento de reforzar el sistema monetario internacional que no tenga en cuenta al SME como uno de los tres polos de la economía mundial provocaría tensiones comerciales y monetarias (y quizá políticas) tan grandes que tendría pocas posibilidades de éxito. Además, las muestras del interés que despierta un "rublo convertible" indican que toda organización mundial del sistema monetario internacional podría también incluir una cuarta zona que comprendiera las economías de planificación centralizada, la mayoría de las cuales ya están agrupadas en el COMECON.

Por último, abordemos el tema de los "polizones". Algunos países se dejan llevar por la tentación de disfrutar de los beneficios de un sistema

abierto sin correr con parte de los costos[9]. Para que el sistema monetario internacional funcione adecuadamente hace falta desalentar ese comportamiento adoptando sanciones, en caso necesario, en terrenos en que resulten eficaces. Ello indica que hará falta vincular institucionalmente las cuestiones comerciales, financieras y monetarias y que las instituciones centrales deberían ser capaces de hacer cumplir la normativa internacional, aspectos ambos en los que la CE está más adelantada que el resto del mundo.

¿Qué es lo que suscitará el cambio?

Han sido muchos los factores que en el pasado cambiaron, para bien o para mal, las relaciones monetarias internacionales, por ejemplo: las crisis petroleras, la falta de coordinación entre la política macroeconómica de los principales países, la creciente movilidad del capital, el resurgimiento de la voluntad política de dar nuevo vigor a la CE, el carácter multinacional que adquirieron las compañías industriales y financieras y la deuda de Estados Unidos y los países en desarrollo.

Mirando hacia el futuro, cabría preguntarse qué fuerzas —independientemente de las que emanan del cuarteto incompatible— podrían favorecer un cambio positivo. Dos fuerzas que yo veo son las siguientes: la expansión de la estructura comercial y la comunidad internacional de empresas.

La Ronda Uruguay, iniciada en 1986 y que finalizará en 1990, es un gran esfuerzo por parte de la comunidad internacional para detener el deterioro del sistema multilateral de comercio, con objeto de oponerse a las presiones proteccionistas originadas por los grandes y persistentes desequilibrios de los pagos y para intensificar la normativa y las facultades de aplicación del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT). El temario de las negociaciones tiene en cuenta el carácter complementario que para el comercio tienen los bienes y servicios y los vínculos entre los asuntos comerciales y las cuestiones monetarias y cambiarias. Tal como lo afirmó en forma tan convincente Sylvia Ostry en la conferencia Per Jacobsson del año pasado, el libre comercio generará presiones a favor de una cooperación más eficaz en el terreno del tipo de cambio y la política macroeconómica. No debe olvidarse que lo que impulsó vigorosamente la creación del SME fue el progresivo deterioro de las relaciones comerciales dentro de la CE y la política agrícola común (CAP), una realidad que a veces las autoridades

[9]Algunos se benefician de las condiciones libres (relativamente) del comercio internacional, al tiempo que cierran sus mercados a los bienes extranjeros apoyándose en el cuestionable argumento de su bajo nivel de desarrollo (de hecho, los productos de estos países compiten con éxito en los mercados mundiales). Otros explotan los beneficios de la apertura de los mercados financieros fomentando la formación de centros financieros que sirven de "refugio". Por último, con la participación parcial en las estructuras regionales existentes se saca provecho de la integración económica que propician, pero se evita pagar el costo que acarrean en términos de pérdida de autonomía de la política económica interna.

monetarias no enfocan, aunque es de mucho interés para los líderes políticos.

La segunda fuerza es el sector internacional de empresas. Conscientes del costo que representa la incertidumbre provocada por las grandes oscilaciones de los tipos de cambio reales y nominales, las empresas se han interesado cada vez más en la estabilidad cambiaria. El intento de reducir esos costos situando la producción en países extranjeros llevará necesariamente a una asignación desacertada de recursos, pues los cambios no responden a variaciones de los precios de los factores debidas a diferencias duraderas de la productividad de los factores. Igualmente, en el ámbito financiero, a los participantes del mercado les inquieta que un exceso de "turbulencia" en el campo monetario-financiero redunde en la reaparición de controles sobre el capital y a que se dé marcha atrás en la trayectoria de integración financiera que tan alto grado ha alcanzado. Los círculos empresariales solían defender el proteccionismo, pero varias décadas de creciente integración comercial han despertado mucho interés en mejorar, no en manipular, el sistema abierto de comercio.

Atando cabos

Hace mucho que Bretton Woods ha cerrado el trazado de su parábola, y las mismas razones que llevaron a su desmoronamiento indican ahora que sería absurdo tratar de resucitarlo *tel quel*. Sin embargo, es justamente el elemento central de ese sistema, el vínculo cambiario ajustable, el que ahora falta y el que desearíamos que se aplicara nuevamente. El SME ha aplicado ese régimen con buenos resultados, pero sabemos que está en evolución y que, al ser propio de Europa en muchos aspectos, no podría trasplantarse fácilmente al resto del mundo.

En consecuencia, el sistema que surja en los próximos años será "nuevo". Contará con más de 151 miembros, más de una moneda de reserva, deberá hacer frente a mercados grandes y poderosos y a una movilidad internacional casi total del capital. Ningún país estará a la cabeza ejerciendo una hegemonía económica y monetaria, y el sistema tendrá que vivir con la indeterminación del oligopolio. Se caracterizará por la importancia que adquirirán las facultades discrecionales en el binomio reglamento-discrecionalidad, y a ella irá unida el complemento necesario de una estructura institucional más sólida.

La piedra angular del nuevo sistema sería un FMI reforjado. Se intensificaría su función monetaria, orientándosela sobre todo a asegurar el adecuado funcionamiento de un vínculo ajustable entre las principales monedas de reserva (que quizá sean tres). Contaría con instrumentos operativos y con el mandato enérgico de la comunidad internacional de presionar activamente para que se apliquen las medidas adecuadas. Su renovado papel sistémico prevalecería sobre la función tradicional bilateral de vigilancia y,

en casos de necesidad, ofrecería respaldo y condicionamiento de la política económica de la extensa gama de países miembros. El nuevo FMI ampliaría su campo de acción a las estructuras regionales, que recibirían pleno reconocimiento y apoyo. Además, alentaría la creciente participación de las economías de planificación centralizada en el comercio y las finanzas internacionales. Si sus actividades se coordinaran a nivel institucional con las del GATT y de otros organismos internacionales, el FMI contaría con los medios necesarios para luchar eficazmente contra los "polizones". Un FMI como el que describo estaría aún lejos de ser un banco central mundial, pero se habría dado un importante paso en esa dirección.

He eludido incluir dos casos extremos en estas reflexiones, uno es que apareciera el milagro de una solución "kantiana", el otro es la desintegración de la frágil trama de relaciones comerciales y monetarias que podría surgir de no encontrarse solución a las contradicciones que existan entre las medidas de política económica. Con objeto de esbozarles una evolución positiva, aunque no utópica, he centrado mi atención en las semillas buenas, desestimando la mala hierba que podría ahogar su germinación. No obstante, esa mala hierba es muy resistente, porque su propósito es conservar un mundo en el que los países soberanos no aceptan la subordinación permanente de sus decisiones de política económica al mantenimiento de un orden monetario internacional. Y la nueva cooperación que se ha gestado en el Grupo de los Siete, aunque positiva en muchos aspectos, aún no se ha enfrentado con el cuarteto incompatible.

Según algunos, lo que falta para crear un nuevo orden monetario es la voluntad política de hacerlo y, según otros, la capacidad intelectual para concebir soluciones técnicas. Si bien no creo que los problemas cruciales sean técnicos, considero que el aporte intelectual es de vital importancia. Los problemas más grandes son de actitud mental. Puede que los estudios nos indiquen direcciones y metas que los encargados de la política económica tal vez no consideren factibles. Sin embargo, suele ocurrir que las soluciones prácticas acertadas surjan del conflicto entre los estudios y las opiniones.

* * *

SIR JEREMY MORSE: Muchas gracias, Tommaso. Ya se manifiestan acuerdos y desacuerdos entre las opiniones de nuestros oradores. Ahora, Fred Bergsten finalizará esta primera fase de las presentaciones.

Las ventajas de las zonas meta

C. Fred Bergsten

Para orientarme por los vericuetos del sistema monetario de los próximos veinticinco años he tratado primero de mirar hacia atrás y observar lo ocurrido en el último cuarto de siglo o algo más. De mi análisis retrospectivo he sacado una conclusión que es diametralmente opuesta a la indicada por Kit McMahon de que no cabe un sistema bien ordenado. Es más, hay varios aspectos en los que estoy en total desacuerdo con los oradores anteriores.

Durante los primeros veinticinco años de la historia monetaria de la posguerra, el mundo contó con una versión de vínculo ajustable del sistema de tipos de cambio fijos, a saber, el régimen cambiario de Bretton Woods. Pero, a principios de los años sesenta, el sistema comenzó a resentirse y, hace veinticinco o treinta años, ya empezaban a escucharse las voces de gran reforma del sistema. Pronto se vio que Bretton Woods no iba a permitir el tipo de modificaciones cambiarias ni los demás ajustes que se necesitaban para alcanzar la estabilidad de la economía internacional. El sistema se vino abajo a principios de los años setenta con una sobrevaloración del dólar del orden del 20%; surgieron entonces las presiones proteccionistas y el régimen internacional establecido resultó ser impotente para hacer frente a la crisis. De manera que tenemos una prueba clara de que esa versión del sistema de tipos de cambio fijos terminó en fracaso.

En el período de doce años y medio, desde marzo de 1973 hasta septiembre de 1985, contamos con un sistema (que no era sistema) de flexibilidad no dirigida de los tipos de cambio. Está claro ahora que esto también ha fracasado. Permitió que el dólar se sobrevalorara entre un 40% y un 50%, más del doble del desajuste que llevó al desplome de Bretton Woods. No ha logrado mantener abiertas las vías del comercio, el grado de proteccionismo es ahora mayor y el sistema internacional de comercio se ve amenazado. No ha logrado repercutir verdaderamente sobre la política económica de los países y, en consecuencia, no alcanzó el más simple objetivo de todo sistema económico internacional.

Así pues, desde hace casi tres años, las autoridades tantean el terreno de un nuevo régimen monetario. En el Plaza, en septiembre de 1985, se declaró explícitamente que el antiguo sistema había fracasado. En la reunión cumbre de Tokio, en mayo de 1986, se dio comienzo al uso de indicadores como uno de los caminos hacia la reforma monetaria. En el Louvre, en febrero de 1987, se estableció un sistema de zonas de referencia. Es así que las

autoridades monetarias del mundo recorren dos caminos, zonas de referencia e indicadores, hacia el establecimiento de un nuevo régimen[1].

Nos encontramos pues en una transición hacia un sistema monetario completamente nuevo, como a finales de los años sesenta y principios de los setenta. Se trata de un proceso evolutivo y yo diría que estamos siendo testigos de una verdadera síntesis hegeliana. Hemos aprendido que la versión de Bretton Woods de un régimen de tipos de cambio fijos era demasiado rígida y que no funciona y, a diferencia de lo que piensa Tommaso Padoa-Schioppa, yo no creo que con carácter global volvamos a un sistema de vínculo ajustable. Pero también hemos aprendido que la flexibilidad no dirigida tampoco funciona porque es muy inestable y lleva a enormes y costosos desajustes. De manera que, en los próximos diez a veinticinco años, tendremos que tratar de encaminarnos hacia un sistema que combine las mejores características de los dos regímenes anteriores y evite los peores aspectos de ambos, a saber, la excesiva inestabilidad de los tipos de cambio y el exceso de rigidez de Bretton Woods. Tenemos que llegar a una solución intermedia que siente una base más estable y eficaz para la economía mundial.

Puede que, con el tiempo, pasemos a tipos de cambio fijos que nunca se modifiquen o a un banco central mundial. Pero yo creo que eso nos va a llevar más de veinticinco años, así que no entra en la perspectiva que hemos fijado para el debate de hoy.

Animado por las palabras de Kit McMahon, yo diría que no vislumbro ese mundo de bloques del dólar y del yen que él ha descrito. Es más, el área del dólar se está reduciendo a medida que disminuye la función relativa que desempeña el dólar en la economía mundial. La función relativa del yen está creciendo, pero no habrá un área del yen porque ningún país quiere sumarse a ese bloque. En realidad, el *único* bloque monetario (y el único bloque comercial) es Europa y yo llego a una conclusión contraria a la que señala Kit McMahon. La cuestión no es si el bloque europeo dominará el mundo, sino si Europa, centrada aún más en el Sistema Monetario Europeo (EMS), perderá interés en el sistema global y se retirará del papel protagonista que tiene que desempeñar para que el sistema mundial funcione eficazmente.

Lo que yo quiero subrayar es que nos dirigimos hacia un sistema intermedio, destino que considero totalmente deseable. Es interesante recordar que, cuando se produjo el desplome de Bretton Woods y el mundo pasó a utilizar tipos de cambio flexibles, mucho se habló y discutió de las soluciones intermedias. Las llamábamos entonces "márgenes más amplios" o "vínculos móviles"[2]. Si unimos estos dos conceptos nos aproximamos

[1] Véase Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre* [La gestión del dólar: Del Plaza al Louvre] (Washington: Institute for International Economics, 1988).

[2] Véase una recopilación de varias propuestas principales en George N. Halm, encargado de la edición, *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Bürgenstock Papers* [Métodos de más flexibilidad para los tipos de cambio: Los trabajos Bürgenstock] (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press, 1970).

bastante a lo que ahora llamamos zonas meta (móviles). A mi juicio, de las diversas posibilidades intermedias, la que más promete y parece más factible es la de zonas meta. Representa una evolución natural que se desprende de los planes actuales de reforma en dos niveles y, en particular, de las zonas de referencia que se han establecido desde el acuerdo del Louvre. Pasar a una estructura más sistemática y eficaz de zonas meta, que podría llevar de diez a veinte años, exigirá introducir cuatro o cinco cambios importantes en el sistema de zonas de referencia que ahora se está utilizando.

Primero, será esencial naturalmente que las autoridades se pongan de acuerdo sobre las relaciones de tipo de cambio que alcancen y mantengan el equilibrio de las posiciones nacionales de la balanza en cuenta corriente, es decir, que permitan el crecimiento económico más rápido posible sin provocar nueva inflación. No parece un criterio muy profundo, al menos en principio, pero recordemos que el método utilizado para establecer las actuales zonas de referencia es decidir que queden donde estén el día en que se reúne el Grupo de los Siete. Se trata de un método algo quijotesco y caprichoso de querer estabilizar los tipos de cambio. Puede que se tenga suerte y que por casualidad los tipos de cambio de ese día permitan lograr el equilibrio de la balanza en cuenta corriente. Sabemos, sin embargo, que el plan fijado en el acuerdo del Louvre fue claramente prematuro, y que los dos o tres reajustes que se han llevado a cabo desde entonces han terminado por ser insostenibles.

De manera que me parece imprescindible que los gobiernos adopten una postura explícita sobre dos variables clave, a saber, el objetivo de balanza de pagos en cuenta corriente —que no han podido hacer hasta el momento con los indicadores— y el tipo de cambio que les permita alcanzar ese resultado de balanza de pagos. Con el propósito de hacer precisamente eso a nivel internacional, se reunió en el Instituto de Finanzas Internacionales a finales del año pasado un grupo de 33 economistas y se fijó una serie de objetivos sostenibles de balanza en cuenta corriente para los principales países[3]. Desde luego una labor de este tipo es mucho más fácil para economistas independientes que para las autoridades oficiales. Sin embargo, los tres participantes japoneses comprendían un ex ministro de asuntos exteriores, otro ex ministro del organismo de Planificación de Japón y un destacado funcionario de ese mismo organismo, y los tres convinieron en que Japón tendría que aceptar una reducción del orden de $70.000 millones a $100.000 millones en la balanza comercial japonesa para poder alcanzar una estructura internacional de pagos que sea viable y sostenible.

Sabemos que desde el punto de vista político es muy difícil que los gobiernos convengan en tipos de cambio que sean distintos de los que

[3] *Resolving the Global Economic Crisis: After Wall Street, A Statement by Thirty-three Economists from Thirteen Countries* [Solución de la crisis económica global: Después de Wall Street, Declaración de treinta y tres economistas de trece países], Special Report 6 (Washington: Institute for International Economics, diciembre de 1987).

prevalecen en el mercado el día mismo en que los ministros se reúnen, lo que para mí significa que todavía no ha llegado el momento de establecer un sistema de zonas meta. Sabemos que los enormes desequilibrios de balanza en cuenta corriente no llevan camino de solucionarse debidamente. En el mundo no hay modelo que se respete que, sobre la base de los actuales tipos de cambio y las medidas de política económica en vigor, nos señale una caída del déficit de pagos de Estados Unidos por debajo de $100.000 millones. Estamos, evidentemente, ante una situación insostenible. Como es natural, la clave del ajuste de estos desequilibrios de balanza en cuenta corriente se encuentra en las decisiones que tomen el nuevo Gobierno y el nuevo Congreso de Estados Unidos para domeñar por último el presupuesto del país. Si lo logran, los saldos en cuenta corriente estarán en camino de resolverse.

En ese momento, el Gobierno de Estados Unidos estará en una postura mucho más favorable para negociar una reforma profunda del sistema monetario y contaremos con un punto de apoyo para seguir adelante. La tarea ahora es negociar la estructura del nuevo sistema al tiempo que tratamos de ajustar los desequilibrios que existen. El nuevo sistema podría instalarse entonces sobre la base de tipos de cambio que ofrezcan buenas posibilidades más adelante de mantener el equilibrio necesario[4].

El segundo cambio importante frente al procedimiento que ahora se sigue será el de establecer acuerdos que mantengan los tipos de cambio en los niveles de equilibrio convenidos. Esto significa varias cosas. El objetivo que se fije deberá ser el tipo de cambio real, no el nominal, pues el diferencial de la tasa de inflación tendrá que compensarse por la vía monetaria. Naturalmente, los tipos de cambio tendrán que expresarse en valores nominales, pero el objetivo tendrá que basarse en el tipo de cambio real. Entre otros aspectos, es menester hacerlo para proteger de la inflación importada a los países de moneda fuerte como la República Federal de Alemania y Suiza en los que existe un fuerte sesgo antiinflacionario.

También será imprescindible establecer un procedimiento para modificar el tipo de cambio real y compensar las diferencias fundamentales que presente el desarrollo económico de los países, por ejemplo, en las tasas de productividad. Con un sistema de zonas meta móviles, yo diría que la zona entre el yen y el dólar tendría que crecer en valores nominales en alrededor de un 5% anual. Es probable que la tasa de inflación de Japón se sitúe en dos puntos porcentuales menos que la de Estados Unidos. El crecimiento de la productividad japonesa será probablemente de dos puntos porcentuales más que en Estados Unidos. La enorme posición acreedora y la renta de la inversión de Japón, frente a la posición deudora y la creciente magnitud del pago de intereses de Estados Unidos entrañan quizás otro punto porcentual

[4]Véase un análisis más detallado en C. Fred Bergsten, *America in the World Economy: A Strategy for the 1990s* [Estados Unidos en la economía mundial: Estrategia para los años noventa] (Washington: Institute for International Economics, 1988).

aproximadamente. En consecuencia, mantener el equilibrio de los tipos de cambio exigirá una apreciación anual del tipo de cambio nominal entre el yen y el dólar de alrededor del 5%, y hace falta que el sistema prevea ajustes de esta naturaleza. Además, tiene necesariamente que permitir el ajuste de los tipos de cambio siempre que se produzcan grandes perturbaciones como, por ejemplo, una variación importante del precio del petróleo.

Tercero —y de importancia vital— las zonas meta tendrán que ser mucho más anchas que las bandas de referencia que al parecer se están utilizando ahora. En distintas oportunidades se ha explicado que esas bandas se sitúan un 2,5% o un 5% en torno al pivote. Esto no es suficiente por dos motivos. Uno, porque no sabemos a ciencia cierta cuál es el nivel de los tipos de cambio que permitirá alcanzar y mantener el equilibrio de las posiciones de balanza en cuenta corriente. Dos, porque es importante que los tipos de cambio se muevan dentro de la gama establecida de forma que puedan utilizarse medidas monetarias a efectos de alcanzar las metas de política económica nacional como, por ejemplo, la estabilidad de los precios. Además, si hay que modificar el pivote en torno al cual se determinan las bandas, es importante poder hacerlo sin salirse de ellas para así evitar perturbaciones del mercado y problemas políticos.

Por ende, no hace falta que haya un alto grado de inmovilidad cambiaria. Lo que se necesita son tipos de cambio que eviten los grandes desajustes y, así, los enormes desequilibrios como los que se han generalizado en los últimos quince años. Las zonas meta satisfacen este requisito.

En algunos círculos se tiene la extraña idea de que zonas meta y tipos de cambio fijos son la misma cosa. Eso sólo es verdad cuando el tipo de cambio llega al borde de la zona. Si suponemos que se satisfacen los criterios que enuncié al principio, yo creo que esa situación no se producirá muy frecuentemente. Incluso en el SME, con márgenes más estrechos, los tipos de cambio rara vez se encuentran al borde mismo de la zona imponiendo entonces fuertes medidas de ajuste o la modificación de las paridades. Tiene que quedar bien claro que las zonas meta representan un enfoque intermedio que es muy distinto de lo que son los tipos de cambio fijos.

El cuarto cambio que hace falta es que los países participantes acepten la obligación de modificar su política económica cuando sea necesario proteger las zonas. Con el sistema de zonas de referencia, si lo entendemos bien, el único compromiso contraído es el de entablar consultas si el tipo de cambio se aparta un determinado grado del punto medio o pivote. La credibilidad del sistema depende de si los países están dispuestos a modificar su política económica cuando los tipos de cambio alcanzan el borde de la zona.

Puede que no lo tengan que hacer muy a menudo si se cumplen como es debido los criterios iniciales. Si los tipos de cambio se han fijado a los niveles de equilibrio y si se ajustan en un comienzo para evitar que surjan grandes desequilibrios de pagos, será muy poco lo que haya que hacer. Si las

autoridades tienen que tomar medidas, es probable que éstas se manifiesten en primer lugar en forma de intervención en los mercados o de presiones. El paso siguiente sería una modificación de la política monetaria. En algunas ocasiones, como ocurre ahora en el caso de Estados Unidos, se necesitaría modificar la política fiscal.

En estos aspectos observamos también que falta una comprensión clara de las cosas. Por ejemplo, Karl Otto Pöhl, del Bundesbank, ha señalado a veces que un sistema de zonas meta entrañaría la "robotización" de la política[5]. Nada más lejos de la verdad. Se necesitarían medidas para mantener los tipos de cambio dentro de la zona, pero los gobiernos quedarían en completa libertad para decidir la clase de medidas que desean utilizar. Esta es precisamente una de las principales virtudes de este tipo de sistema.

En cambio, con los indicadores lo que en realidad se hace es tratar de establecer una zona meta para todo. En su formulación original se identificaron diez variables para siete países y se quiso fijar un valor para todas las casillas de esa matriz de siete por diez. En la reunión cumbre de Toronto en 1988 se añadieron variables microeconómicas con objeto de ampliar aún más la lista de temas sobre los cuales había que celebrar consultas para decidir el ajuste. Me parece que este enfoque es erróneo y totalmente innecesario. Lo que hace falta es enfocar la gama total de la política macro y microeconómica de un país a través del prisma del tipo de cambio. Si las variaciones que registra el tipo de cambio parecen indicar que hace falta tomar medidas de política, las decisiones sobre los cambios a efectuar recaerían sobre la vertiente de política que lleve eficazmente a alcanzar el ajuste interno y externo que se necesita.

La historia nos enseña que los únicos planes eficaces para lograr la coordinación de las medidas de política han surgido de la mano de un mecanismo convenido para el tipo de cambio. A pesar de todos sus defectos, el sistema de Bretton Woods funcionó la mayor parte de las veces. El Sistema Monetario Europeo funciona ahora la mayor parte de las veces. No consta que los planes ideados para coordinar directamente la política macroeconómica hayan dado resultado. Debemos aprender del pasado y establecer ahora un sistema intermedio y pragmático de zonas meta para el grupo de principales países. Si lo logramos, los próximos veinticinco años de historia monetaria internacional serán mucho más fructíferos que los pasados cuarenta años.

[5]Véase Karl Otto Pöehl, "You Can't Robotize Policymaking" [No se puede robotizar la formulación de la política], en *International Economy* (octubre–noviembre de 1987), págs. 20–26.

Preguntas y respuestas

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias, Fred, por haber atizado el fuego del debate, y gracias también a los tres oradores por haber conseguido nuestro propósito de que terminásemos esta parte de nuestra reunión hacia las 4 y media de la tarde. Si han preparado preguntas por escrito les ruego que las pasen hasta el comienzo de la fila de asientos y los acomodadores las recogerán. Entraremos ahora en la parte de la reunión que dedicamos al debate general.

Los tres ponentes se han referido al sistema cambiario, algunos ofrecieron previsiones y otros recomendaron ciertas fórmulas. Dos de ellos mencionaron el equilibrio entre las posiciones de Estados Unidos, Japón y Europa. Tommaso habló de coordinación y soberanía, Kit nos recordó la importancia crucial —aspecto con el que yo estoy de acuerdo— de que lo probable es que las innovaciones tecnológicas continúen en el futuro al mismo ritmo que en los pasados veinticinco años. Creo que todos ellos esperan que los mercados sigan determinando en mayor medida que hasta ahora la configuración del sistema. No estoy seguro pero, a juzgar por el silencio que ha rodeado al tema, ninguno supone que vayamos a regresar a un período inflacionario, y no se ha hecho casi ninguna referencia al mundo en desarrollo porque estamos analizando el tema desde un punto de vista sistémico. Así que podemos abarcar mucho; sobre lo que se ha dicho y sobre lo que se ha callado. Mi tarea ahora se limita a recibir las preguntas y a pasárselas a nuestros tres oradores. ¿Quién desea ser el primero en ofrecer un comentario o hacer una pregunta...?

La pregunta es si Estados Unidos corregirá su posición deficitaria de pagos y recuperará el lugar predominante que ocupó en el pasado. Fred, a Vd. le toca.

C. Fred Bergsten: Haré dos comentarios a la pregunta de Richard O'Brien. El primero es que comparto su esperanza de que Estados Unidos logre recuperar la posición de equilibrio de su balanza en cuenta corriente. Ahora bien, ello va a exigir una mejora nominal del orden de $200.000 millones en la posición de la balanza de mercancías, es decir, una mejora real de quizás unos $250.000 millones, o sea, el 6% de nuestro PNB. Se trata de un esfuerzo hercúleo, incluso sin tener el cuenta la faceta internacional de encontrar al grupo de países superavitarios que estén dispuestos a aceptar la correspondiente disminución de su superávit.

Si ello ocurre, no creo que restablezca el tipo de hegemonía de Estados Unidos mencionado por Kit McMahon que —como él señaló correctamente— sirvió de fundamento del sistema de Bretton Woods. La deuda internacional neta de Estados Unidos aumentará por lo menos un billón de dólares antes de que pueda empezar a disminuir, incluso si se logra ese giro de $200.000 millones que yo dije y Estados Unidos deja de registrar incrementos de su deuda. Aun entonces, la situación no tiene precedente histórico. El pasado nos indica que toda moneda clave ha surgido cuando el país emisor atravesaba una posición acreedora. No ha habido ninguna moneda clave en la historia que haya correspondido a un país deudor, y menos aún al mayor país deudor del mundo.

En las perspectivas que se ofrecen a Estados Unidos y el dólar en los próximos diez a veinte años tenemos una situación sin precedente. Pero no creo que el papel internacional que desempeña el dólar vaya a desaparecer. En Estados Unidos se dan muchas dotes y virtudes económicas, y la inercia es un elemento fuerte de las relaciones financieras internacionales. Pero yo creo que la hipótesis que Vd. menciona, Richard, es decir, que Estados Unidos recupere una posición superavitaria, llevará simplemente a limitar la caída del papel internacional que desempeña el dólar más bien que a restablecer la hegemonía estadounidense y que continuará haciendo falta ese nuevo tipo de gestión internacional cooperadora del sistema que yo señalé.

Sir Jeremy Morse: Gracias. ¿Desea añadir algo, Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa: No; tendría que repetir lo mismo que se acaba de decir.

Sir Jeremy Morse: ¿Kit?

Sir Kit McMahon: Yo diría algo ligeramente distinto. Estoy de acuerdo con Fred en cuanto a las dimensiones del problema: creo que es gigantesco y casi desastroso. Me parece muy lamentable que haya llegado hasta donde ahora está. Es probable que lleve cinco años o más solucionarlo. Pero creo sinceramente que, de una manera u otra —y puede que demos muchos tumbos—, para dentro de veinticinco años podremos considerar que esto es uno más de muchos incidentes que nos han sobrevenido.

Sir Jeremy Morse: Gracias. ¿Quién desea hacer otra pregunta? Sí, por favor, el Dr. Baffi... ¿Escucharon las preguntas que nos hacen desde el fondo de la sala?

La primera pregunta para Fred Bergsten ha sido quién va a administrar el nuevo sistema de zonas meta que propone. ¿Sería el FMI, un nuevo FMI como el que ha mencionado Tommaso, el Grupo de los Diez o quién? La segunda pregunta tenía que ver con una zona cambiaria más restricta como la del SME, ¿cómo encajaría dentro del sistema más amplio de zonas meta de referencia? Y la tercera pregunta se refirió a la situación particular del Reino Unido. ¿Aconsejaría al Gobierno británico que esperara a que esté en

pie el sistema que propone antes de ingresar en el SME?; ¿sería con un margen más amplio? Fred: hay mucho campo; quizá los demás deseen hacer algún otro comentario después de sus palabras.

C. Fred Bergsten: Con Vd. aquí, señor Presidente, y Kit en el podio, yo no me siento preparado para dar contestación a la última pregunta, así que la reservo para mis colegas británicos. Trataré de responder a las dos primeras.

Sí, creo que el FMI tendría por último que ocuparse de la gestión del sistema de zonas meta que yo he bosquejado. Estoy plenamente de acuerdo con Kit McMahon sobre esto. No existen el ἡγεμών, que dirían los filósofos, ni la supremacía de un país que por sí solo pueda ocuparse de la gestión del sistema, como hizo el Reino Unido antes y luego le correspondió a Estados Unidos a principios del período de posguerra. La gestión va a recaer ahora sobre un colectivo. De nuevo, no hay precedente para esto, tendremos que tantear el camino, pero creo que no hay otra alternativa.

Me parece que, como en otros campos de las relaciones internacionales, debemos considerar la formulación de decisiones como una serie de círculos concéntricos. La realidad de las cosas nos indica que los países más grandes se reúnen y negocian los lineamientos generales de un acuerdo. Luego tratan de convencer a los países más estrechamente vinculados a ellos, o de convenir con ellos en los detalles. Por último, el acuerdo cobra carta de naturaleza en los foros internacionales de amplia representación, que, en este caso, significaría el FMI. Así ocurrió cuando se decidió pasar a la flotación de los tipos de cambio —haya estado bien o no, eso es lo que se hizo— y creo que ese mismo método volverá a utilizarse en esta oportunidad. En vista de que hace falta una coherencia internacional, de que es menester asegurarse de que un elevado número de países respeta las reglas del juego, creo que tiene que ser el FMI.

Sobre la segunda pregunta, no veo que forzosamente exista una incompatibilidad entre una agrupación más restricta como la del SME y el sistema más amplio de zonas meta que yo he mencionado. En el comercio internacional ya tenemos precisamente ese tipo de sistema dual, pues algunos países aceptan la totalidad de las obligaciones que imponen las reglas del GATT, mientras que otros se comprometen a menos. En la Ronda de Tokio se negoció una serie de normas sobre subvenciones, procedimientos de adquisición de bienes por los gobiernos y otros aspectos, y algunos países fueron más lejos y tomaron medidas más amplias. De manera que no veo que haya una contradicción.

Lo que sí hay que evitar es el conflicto entre las repercusiones que tienen esas obligaciones en un momento dado. Todos Vds. del SME saben mejor que yo que se han presentado situaciones en que la obligación de intervenir en el mercado en virtud de los compromisos del SME chocaba con el compromiso contraído frente al dólar o al yen a escala global. Así pues la coordinación de los dos sistemas tendrá que ser más intensa que en el pasado, pero desde luego no veo que haya ninguna contradicción.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias. Kit, le ha tocado contestar a la pregunta sobre el caso británico. Quizá desee comentar algo también sobre las otras preguntas.

Sir Kit McMahon: No; no me atrae mucho que digamos. Pero sí diré que no me gustaría aguardar a que el sistema de zonas meta de Fred esté en pie para tomar la decisión de si el Reino Unido entra en el SME con márgenes estrechos o amplios. Yo entraría ahora con márgenes estrechos y esperaría a ver que pasa más tarde.

Sir Jeremy Morse: Si me permiten añadir mi opinión, yo creo que la cuestión de si el tipo de cambio es el correcto o no, o de si el sistema es o no el conveniente, me parece siempre fuera de lugar. Si se pertenece a un club, hay que participar plenamente y actuar en consecuencia, por razones políticas más que económicas. La siguiente pregunta, por favor...

¿Qué podemos decir del financiamiento para el desarrollo económico que se conceda a los países en los próximos veinticinco años ahora que el actual sistema o el anterior sistema parecen haberse desplomado? ¿Quién quiere ser el primero en contestar? ¿Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa: Me parece que el tema que hemos estado tratando considera que el financiamiento del desarrollo es algo separado. Cabe imaginar que si el sistema evolucionara como algunos de nosotros hemos señalado —y si concebimos un vínculo muy fuerte entre una noción del sistema monetario internacional y esa dimensión del financiamiento para el desarrollo— ese vínculo fuerte en cierto sentido se atenuaría. La función de mantener el orden monetario en el mundo recobraría importancia como aspecto que está separado de la función que desempeña el financiamiento del desarrollo. Para este segundo aspecto, que sería tema de otro debate, cabe concebir una mejora de la situación actual; pero creo que son temas distintos.

Sir Jeremy Morse: Kit, ¿se atreve con la pregunta?

Sir Kit McMahon: No; no me siento preparado para poder indicar la manera en que podría aumentar el financiamiento del desarrollo. Creo que es algo que se encuentra un poco separado del sistema financiero internacional, y me parece que depende de que haya más voluntad política, más coordinada, de la que ahora tenemos. Ahora, y —una vez más— en función de la evolución mundial que yo veo a largo plazo, sería de esperar que Japón desempeñara un papel mucho más destacado en el financiamiento del desarrollo. No digo tan solo que deba desempeñarlo, digo que *desempeñará* ese papel mucho más importante. Pero estoy seguro de que hará falta reforzar las actividades del Banco Mundial y creo que podrá hacerse independientemente de lo que ocurra en el ordenamiento monetario internacional. ¿Fred?

C. Fred Bergsten: A mi juicio la evolución del financiamiento para el desarrollo durante la próxima generación debe seguir dos caminos. El

primero es dar mucho más realce a las instituciones internacionales públicas: el Banco Mundial y los bancos regionales. Antes de la primera crisis del petróleo, la corriente de recursos desde el mundo industrial a los países en desarrollo se componía de tres cuartas partes de ayuda pública y de una cuarta parte privada. De esta cuarta parte, tres cuartas partes representaban inversión directa.

Después de la crisis petrolera esas proporciones se invirtieron. Las corrientes pasaron a ser tres cuartas partes privadas —y el grueso de éstas estaba constituido por flujos de la banca comercial— y solo una cuarta parte pública. Creo que debemos regresar, una vez más, a una síntesis hegeliana —parece que me gustan esta tarde— de alrededor de mitad y mitad, con una proporción mucho mayor para las instituciones públicas, por un lado, y, en el componente de crédito privado, una participación mucho más elevada de prestamistas no bancarios. Tendremos que llevar a cabo toda una serie de cambios institucionales y de política, sobre todo en los países en desarrollo que reciben los fondos, para que vuelvan a crecer las corrientes de la inversión directa y otras formas de capital de participación o recursos afines, en sustitución de los créditos bancarios en los que se ha confiado en el pasado. Me parece que es algo necesario y a la vez conveniente, y puede que deba ser el tema de la conferencia Per Jacobsson del próximo año.

Sir Jeremy Morse: Pero, Fred, no podría estar más de acuerdo con lo que dice; sería muy conveniente que así ocurriera; muy conveniente que logremos mitad y mitad del financiamiento y que se disponga de un volumen mayor de recursos no bancarios. Ahora, ¿cree, de verdad, que va a ocurrir?; ¿en apoyo de qué políticas?

C. Fred Bergsten: Por supuesto. El Banco Mundial acaba de convenir en un importante aumento de su capital que permitirá un fuerte crecimiento de su programa de operaciones crediticias, quizás un incremento del 50% de los compromisos anuales y puede que aún más en el volumen de desembolsos en los próximos dos o tres años. El Congreso de Estados Unidos no lo ha ratificado pero, como muestra de los tiempos que corremos, el aumento de capital ya ha sido aprobado sin la contribución estadounidense. Y Estados Unidos participará —siempre llega tarde— pero no falla. En ningún caso hasta ahora se ha negado a pagar el compromiso contraído con las instituciones y también aportará al aumento general de capital. Así que yo no sería pesimista.

Pero a pesar de que ahora vemos un fuerte aumento de los recursos del Banco Mundial, se necesita mucho más. En vista de que, en la ventanilla no concesionaria, los recursos presupuestarios que hacen falta para respaldar las actividades del Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo son tan pocos, yo creo que los países donantes querrán cada vez más aportar los fondos por ese cauce multilateral. En el último aumento de capital del Banco Mundial la proporción de capital pagado ha disminuido al 3%, y me parece que con el próximo aumento será de cero. El propósito de conciliar los

objetivos de austeridad presupuestaria y la necesidad de las transferencias de capital nos llevan a que se haga más uso de estas instituciones, no menos.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias...

La pregunta de carácter general va dirigida al señor Bergsten y, sin duda, también a los demás. Se nos señala que, al hablar de sistemas o de pronosticar el sistema del futuro, los ponentes no han dicho mucho sobre la estructura de la economía mundial que ahora existe ni de cómo podría lograrse el crecimiento económico. Como parte de ese tema general, se pregunta sobre las empresas multinacionales, si continuarán siendo parte importante de esa estructura y en qué forma encajarán en el sistema. ¿Fred?

C. Fred Bergsten: El doctor von Planta pone el dedo sobre uno de los temas más importantes de toda esta cuestión, porque uno de los motores que impulsan la reforma monetaria lo tenemos en que las empresas consideran ahora cada vez más que el mundo es su mercado, mientras que los gobiernos se ven limitados al territorio nacional cuando quieren hacer valer sus políticas. El cambio estructural que Vd. ha señalado en el mundo empresarial, que se observa también en el mundo financiero, nos conduce hacia mercados globales y, por lo tanto, es cada vez más anacrónico que los gobiernos nacionales traten de dirigir la política económica sobre una base puramente interna. Es cierto que los gobiernos se reservan la soberanía nominal, pero la verdadera soberanía ha desaparecido hace tiempo debido exactamente a las razones que Vd. ha señalado. No hay gobierno ahora que pueda controlar su propio destino económico desde un enfoque estrictamente nacional; así es incluso para el país más grande, Estados Unidos, como ahora estamos viendo muy claramente.

Debí haber apuntado en mi ponencia que una de las razones principales en favor de la mejora del sistema monetario es evitar las señales tan equívocas y perjudiciales para las empresas privadas que emanan de los numerosos giros y fuerte desajuste de los tipos de cambio. En el *New York Times* se publicó recientemente un artículo sobre este tema. Se preguntaba a tesoreros de empresas estadounidenses si los planes de inversión se veían influidos por las variaciones de los tipos de cambio, y uno de ellos, exasperado, exclamó "¡No voy a reaccionar ante algo tan caprichoso como el tipo de cambio!" Cuando los principales directivos de las empresas tildan de "caprichosos" a los tipos de cambio, algo va mal. Para mí, esta situación significa que necesitamos un nuevo sistema precisamente por las razones que Vd. ha mencionado.

Sir Jeremy Morse: ¿Kit?

Sir Kit McMahon: Yo estoy muy de acuerdo —lo mencioné precisamente en mi análisis— con la importancia que ha adquirido la proliferación del poder, no sólo en lo que se refiere a gobiernos, sino también a empresas, bancos e instituciones financieras. Creo que avanzará mucho más y que es uno de los importantes puntos de apoyo del sistema monetario internacional.

De la misma manera que Fred, yo también deploro enormemente lo que ha estado ocurriendo con los tipos de cambio, y me gustaría que hubiera más estabilidad. Pero, aunque las grandes empresas están reduciendo el alcance de la soberanía nacional, y es un fenómeno que va a continuar, creo ver una gran distancia entre esta situación y un sistema establecido que lleve al gobierno más grande de todos a modificar como es debido su política fiscal en relación con un determinado nivel del tipo de cambio. Así que, de hecho, yo creo que lo probable es que vayamos concediendo cada vez más poder a los mercados financieros, a la cobertura en dichos mercados y a las decisiones de las grandes empresas.

Sir Jeremy Morse: ¿Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa: Yo he tratado de indicar cuáles serían los dos factores que probablemente también produzcan cambios en el sistema monetario. Uno es el comercio; es decir, la evolución de los intercambios, la liberalización de sectores que todavía no se han visto afectados y la integración adicional de sectores ya abiertos. El segundo factor es el que forma la comunidad de empresas, que cada vez es más internacional, y en la que la nacionalidad, por ejemplo, del empleador y del empleado ya no siempre es la misma, creando vínculos que no existían antes. Estoy de acuerdo en que un sistema monetario internacional no es un fin en sí mismo; pero es debido precisamente a que intervienen estos elementos dinámicos que podría producirse ese impulso y, si se produce, el impulso hacia una mejor organización se originará en sectores ajenos al campo monetario.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias...

La siguiente pregunta vuelve sobre el tema de la relación que existe entre la tendencia que observamos hacia una regionalización del sistema y la estructura de alcance mundial que Fred nos propuso y, de hecho, la perspectiva global que los otros dos oradores también mencionaron. Se nos señala que no parece haberse dado suficiente peso a esa regionalización. ¿Fred?

C. Fred Bergsten: Aprovecharé la ocasión para apuntar algunos detalles sobre los países asiáticos de reciente industrialización mencionados por el señor Schwietert. Mi idea de la situación es algo distinta de la que Vd. ha descrito. Vd. indicó que los cuatro dragones intentaban apartarse del dólar y se dirigían hacia el yen. Yo creo que la situación es la contraria. El problema está en que no se están apartando del dólar para acercarse al yen. Es más, de hecho al menos, sus monedas están vinculadas al dólar. Han seguido con el dólar la caída frente al yen y, así, hasta un cierto punto, no insignificante, minaron los planes del acuerdo del Plaza para corregir los desequilibrios internacionales de los pagos.

La situación sirvió para que nos diésemos cuenta de una deficiencia del sistema, es decir, que no había nadie para dirigirse a las autoridades en esas economías, sobre todo en Taiwan y Corea, y recordarles que no estaban respetando las reglas del juego. Lo que ha pasado es que, en gran medida,

con carácter bilateral, Estados Unidos asumió esa tarea. En el caso de Corea el tema cobró luego dimensiones multilaterales en el FMI, y ahora ya se tiene un mejor procedimiento.

Lo ocurrido pone de relieve el aspecto que yo señalé en mi presentación. Lejos de acercarse al bloque del yen, esos países se han resistido a cortar el vínculo con el dólar. Creo que, en su propio interés, se trata de un error, pero también sería un error que se unieran al bloque del yen y se vincularan plenamente a esa moneda. Lo que deberían hacer es vincularse a una cesta de monedas, en la que el dólar y el yen contasen con una importante ponderación, y mantener una zona meta frente al promedio ponderado de esas monedas en consonancia más o menos con el comercio y otros intercambios internacionales de sus economías.

Yo creo que la forma de pensar evolucionará en ese sentido en esas economías y en otras. Es por ello que no veo la formación de bloques como los que mencionó Kit McMahon al principio. Más y más países se han ido apartando del vínculo con el dólar. No veo que los países se orienten hacia un vínculo con el yen. Lo que sí concibo es un sistema pluralista de tenencias de activos de reserva, cestas de monedas que sirven de vínculo para el tipo de cambio y, como parte de esta estructura, acuerdos cambiarios del tipo que yo señalé.

Sir Jeremy Morse: ¿Kit?

Sir Kit McMahon: Quizá pueda aprovechar la contestación para decirle algo a Fred. Es verdad que indiqué en mis palabras que si estuviéramos en 1963 discutiríamos la excesiva rigidez de los tipos de cambio, la necesidad de más liquidez internacional y el problema del oro. Creo también que el tema de si las economías de reciente industrialización se aferran al dólar o se aproximan al yen representa una cuestión muy del año 1988. No me parece probable que tenga nada que ver, en un sentido u otro, con la situación que atravesaremos diez o veinte años después del 2000. Y comparto las preocupaciones que se suscitan de inmediato si se nos pregunta sobre lo que vamos a hacer en los próximos dos o tres años. No creo que entre Fred y yo surjan diferencias en ese sentido. Lo que me inquieta es la evolución en el tiempo; qué pruebas tenemos de que, una vez establecidas todas esas zonas de referencia, se disponga de todos esos datos, etc., los países principales van *realmente* a circunscribir sus acciones, limitando voluntariamente su campo de acción. Como dije, todas las pruebas indican —y, en forma clarísima, agosto de 1971— que no hay sistema que fije, ni que fuerce, ese tipo de limitación; solo lo impone un caso extremo o la negociación.

Sir Jeremy Morse: Sí. ¿Alexandre Lamfalussy...?

La siguiente pregunta se refiere a la soberanía —Kit piensa que continuará siendo una fuerza poderosa—, es decir, a lo que queda de esa soberanía en un mundo de completa libertad para las corrientes de capital y en el que se tiene acceso instantáneo a la información. Y, Kit, quizá yo

pueda leer aquí una pregunta muy parecida que se nos hace por escrito y que señala algunas razones por las que se supone que será difícil mantener una soberanía de hecho. Dice así: "Los cambios institucionales paneuropeos y la suspensión de los controles cambiarios" —esto es en parte lo mismo que Vd. indica— "que se observa en Europa significarán con toda seguridad que a los países europeos les será más difícil llevar a la práctica una política monetaria independiente y congruente; dada esta posibilidad de cesión efectiva de la soberanía, ¿no nos veremos obligados a adoptar una moneda europea?"

Sir Kit McMahon: Si me lo permiten, creo que se trata de una cuestión muy interesante acerca de la cual yo reflexioné algo, y en mis observaciones por escrito procuro explayarme más al examinar esta paradoja. Creo que hay un mundo de diferencia entre *tener menos* poder y *cederlo*. Y me parece que la situación va a ser más complicada para los países; las grandes corrientes de capital van a ser causa de frustración, porque yo creo (y en esto supongo que todos estamos de acuerdo) que en los principales países los controles sobre el capital son quizá cosa del pasado, o pronto lo serán. Resultará muy difícil ejercer el poder en ese campo incluso para el gobierno que desee hacerlo. Pero todavía queda una amplia esfera de actividades —por ejemplo, la política fiscal y otras medidas de carácter interno— donde yo supondría —puedo equivocarme— que los países se aferrarán a su soberanía. Se verán obligados, cuanto más entrelazados estén, como en Europa, a cooperar cada vez más. Me parece bien, sobre todo en relación con la política monetaria. Mucho se hace ahora e incluso se ampliará. Lo que yo no concibo es que den el salto hasta el punto en que permitan que la moneda nacional quede sumergida en el ECU, cuya tasa de crecimiento está determinada por una decisión común. Veamos un ejemplo en otro terreno. Creo que hace cincuenta años con el incremento de las comunicaciones y el mayor uso del inglés habría sido fácil pronosticar que pronto contaríamos con un solo idioma, que los problemas de las pequeñas bolsas lingüísticas desaparecerían como tema contencioso a nivel nacional. Sin embargo, de hecho, lo que vemos es el fenómeno contrario. Para mí quizá no tenga mucho sentido que los galeses deseen su propio idioma y una cierta identidad nacional. Pero me doy cuenta de que lo quieren, e insisten en ello.

Sir Jeremy Morse: ¿Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa: Bueno, estoy de acuerdo con el *sous-entendu* de Alexandre Lamfalussy de que, en las condiciones que él describe, queda muy poco de la soberanía. También estoy de acuerdo en que tener menos poder no es lo mismo que cederlo. En lo que mi experiencia europea me lleva a conclusiones que son distintas de las que podrían alcanzarse sobre la base de una situación más amplia es que en Europa ya existe una estructura establecida de concesiones institucionales que coloca a la soberanía sobre una base común. El camino que ahora lleva a la integración tan solo en la

esfera financiera, como el que lleva a la plena movilidad del capital y a un mercado financiero integrado, entraña un procedimiento de toma de decisiones por mayoría, lo que significa que un país puede perder en terrenos que son cruciales. De manera que, a nivel regional, no me parece una evolución imposible. Estoy de acuerdo en que a nivel mundial es mucho más difícil.

Sir Jeremy Morse: ¿Fred?

C. Fred Bergsten: Es evidente que la pregunta formulada por Alexandre resulta crucial para este debate y a mí me gustaría darle un giro algo distinto a la respuesta. Lo que verdaderamente me gustaría hacer es definir de nuevo la soberanía. Creo que cometemos un error cuando les decimos a veces a los países que tienen que elegir entre defender intereses nacionales y actuar en bien de la comunidad internacional. Sé que es un error táctico presentar la situación de esa manera, pero creo que también nos equivocamos desde el punto de vista analítico.

La razón está en que, con una economía mundial que ahora es cada vez más interdependiente por los motivos que mencionó el doctor von Planta, muy pocos países pueden mantener una verdadera soberanía económica durante mucho tiempo. Por lo tanto, yo redefiniría la soberanía a la luz de un intento por hacer ver a los formuladores de política en todo el mundo que en interés de la soberanía nacional hace falta establecer una orientación que sea compatible a nivel internacional porque así, y solo así, serán verdaderamente sostenibles las medidas que se tomen. Es un aspecto que en seguida se discute cuando lo menciono ante las comisiones del Congreso de Estados Unidos, lo que con frecuencia hago, pero es un elemento de comprensión y de redefinición, o síntesis de la dicotomía anterior de opiniones, que tiene que comprenderse mejor porque es la única manera de llegar a una verdadera solución política de las cuestiones que se han estado planteando acerca de la viabilidad de todo esto.

Sir Jeremy Morse: Creo que tenemos tiempo para una pregunta más antes de que yo pida a los oradores si quieren señalar algo para concluir...

La pregunta se sigue de los comentarios que se han hecho antes y tiene que ver especialmente con Estados Unidos. ¿Reconoce ahora Estados Unidos, en el campo de la política fiscal sobre todo, el efecto que otros países tienen y la situación de otros países en el mundo? ¿Fred?

C. Fred Bergsten: La contestación bien clara es que no, naturalmente, como lo demuestra a todas luces el que no hayamos tomado medidas en el campo de la política fiscal. Es más, creo que quizá necesitemos algunas reformas estructurales y, en el Instituto, me estoy ocupando ahora de un proyecto importante para tratar de identificar esas reformas. Voy a concluir con un pequeño rayo de esperanza. Mencioné rápidamente en mis observaciones que me sentía optimista de que el nuevo gobierno, que elegiremos más adelante este año, tomará por último medidas constructivas en el terreno fiscal. Creo que lo hará por razones políticas y ello me lleva otra vez

a la defensa racional del propio interés. Cuando el nuevo presidente sea elegido en noviembre, se despertará a la mañana siguiente y, como todo nuevo presidente o dirigente político de uno cualquiera de nuestros países, pensará primero en que quiere que lo reelijan cuatro años más tarde. Cuando se le informe sobre las circunstancias económicas, se le señalará que la economía de Estados Unidos depende de la obtención de entre $10.000 millones y $15.000 millones al mes de crédito del resto del mundo para mantenerse a flote. Si esa cantidad deja de obtenerse a precios que sean compatibles con el buen resultado de nuestra economía, su presidencia será un fracaso. Precisamente uno de los posibles candidatos a la presidencia decidió no presentarse porque llegó a la conclusión de que se necesitaba otro Herbert Hoover antes de poder tener a otro Franklin Roosevelt. Así que confío lo bastante en el interés político de nuestro próximo gobierno en preservarse para creer que se darán cuenta de la locura que sería tratar de aguantar cuatro años más de recurso al financiamiento del exterior. Creo por lo tanto que tomarán las medidas fiscales que hagan falta para reducir el déficit de pagos a un nivel que al menos sea razonable en un período de cuatro a cinco años.

El hecho de que la economía se encuentre en una fase vigorosa permite hacerlo en términos económicos. Yo doy mucha importancia al interés propio de los políticos que se ven afectados. Con esto todo lo que digo es que, incluso cuando se trata de Estados Unidos, "quien la hace, la paga". Hay que tragarse la medicina amarga, aunque reconozco que ha pasado demasiado tiempo. Y es probable que necesitemos algunas innovaciones institucionales en Estados Unidos para modificar la manera en que formulamos la política fiscal y lograr que sea compatible no solo con los sistemas parlamentarios sino también con la creciente apertura de nuestra propia economía.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias, Fred. Me parece que cierra Vd. de manera espléndida. ¿Desean Kit o Tommaso un minuto cada uno para apuntar algo que se les haya pasado? ¿Tommaso?

Tommaso Padoa-Schioppa: Solo dos comentarios muy rápidos sobre las observaciones de Fred y de Kit. Con Kit creo que estoy completamente de acuerdo en cuanto al problema de la soberanía. Donde puede que haya una diferencia, y en ello yo sería el pesimista y Kit el optimista, es en relación con lo que ocurriría si no logramos avanzar por el camino de mancomunizar la soberanía. Me parece que, si no logramos avanzar por ese camino, veinticinco años es un período demasiado largo para que no se produzca algún desplome de importancia de la serie acumulada de acuerdos comerciales en el mundo. En cuanto a Fred, un comentario semántico: para mí las zonas meta son un cierto tipo, una fórmula, de vínculo ajustable. Así que cuando utilicé la expresión "vínculo ajustable", incluí en ella a las zonas meta. No sé cuál sería la norma empleada, pero, para mí, me parece que el problema no es tanto de determinación de la norma sino de gestión correcta.

Un sistema está integrado por normas y práctica y Bretton Woods falló más en la práctica que en las normas.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias. ¿Kit?

Sir Kit McMahon: Bien, quizá pueda hacer un comentario sobre los dos anteriores. Creo que Tommaso y yo estamos muy de acuerdo sobre el análisis. Donde nos apartamos algo es al llegar a la posibilidad de soluciones institucionales. Como él tiene mucha más experiencia europea que yo, le concedo que tiene razón y espero que no se equivoque al decir que se cederá mucha más soberanía en Europa de lo que yo espero. En cuanto a Fred, me parece que las diferencias son mayores. No comparto su análisis sobre varias cuestiones, por ejemplo, lo que ocurrió con Bretton Woods, lo que constituye un sistema y qué es lo que lo hace funcionar o no. La diferencia más grande, creo, la encontramos en que si bien ambos hemos participado en el sector público, él puede —y le admiro— sentirse optimista y retiene un ánimo prescriptivo que yo, con placer, he podido abandonar. Y me parece que la mayor parte de las diferencias están en que sus observaciones son de carácter normativo, mientras que las mías son pesimísticamente positivas. Muchas gracias.

C. Fred Bergsten: Yo añadiría, señor Presidente, que no he estado tanto tiempo como Sir Kit en el sector público, así que puede que ello explique al menos en parte las diferencias entre nosotros.

Sir Jeremy Morse: Muchas gracias. Espero que todos se sientan como yo. Me parece que el habernos reunido en esta magnífica aula de la universidad, en esta tarde, nos ha llevado a expresar una amplia serie de ideas con dinamismo y claridad que habrían sido una delicia para Per Jacobsson. Y si todos Vds. han disfrutado tanto como yo, les ruego que se sumen a mí para expresar nuestro agradecimiento a los oradores en la forma de costumbre. [Aplausos.]

Y con esto, señoras y señores, concluye este acto. Les ruego que, si pueden, estén una vez más con nosotros en la Conferencia Per Jacobsson del año próximo, con ocasión de las reuniones del Fondo Monetario Internacional en Washington. Muchas gracias.

Notas biográficas

Sir Kit McMahon es Presidente y Director Gerente del Grupo del Midland Bank. También es Presidente de Midland Montagu Holdings y Director de Hongkong and Shanghai Banking Corporation.

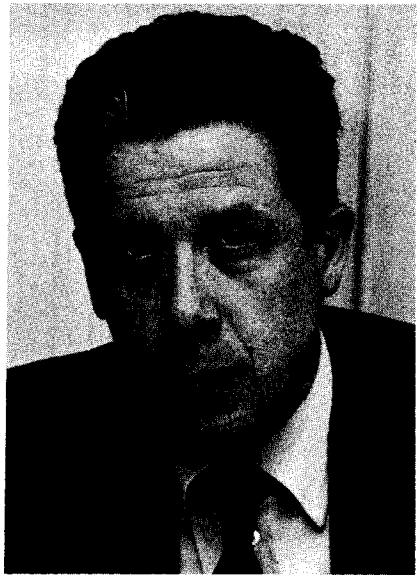
De 1953 a 1957, Sir Kit ocupó un cargo de Economista en el Tesoro británico y, de 1957 a 1960, trabajó de Asesor Económico en la embajada británica en Washington.

Sir Kit ingresó en 1964 en el Banco de Inglaterra como Asesor. Ocupó los cargos de Asesor de los Gobernadores de 1966 a 1970, Director Ejecutivo de 1970 a 1980 y Vicegobernador de 1980 a 1985. Ha sido miembro del Grupo de los Treinta de 1978 a 1984 y Presidente del Grupo de Trabajo N.° 3 de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos de 1980 a 1985.

Fue designado Vicepresidente del Midland Bank en abril de 1986 y Director Gerente del Grupo en septiembre de 1986. Asumió el cargo actual de Presidente en abril de 1987.

En 1986 se le nombró *honorary fellow* de Magdalen College, Oxford. Desde abril de 1986 es Presidente de la Comisión de Promoción de Ultramar del Consejo Británico de Exportación de Invisibles; desde enero de 1987, es Presidente de Europeans Bank International y, desde marzo de 1987, Director de Eurotunnel. En 1986 la Reina de Inglaterra le concedió el título de Sir.

Cursó sus estudios en la Universidad de Melbourne y en Magdalen College. Entre sus publicaciones figura la obra *Sterling in the Sixties* [La libra esterlina en los años sesenta] y estuvo encargado de la edición de *Techniques of Economic Forecasting* [Técnicas para el pronóstico económico].

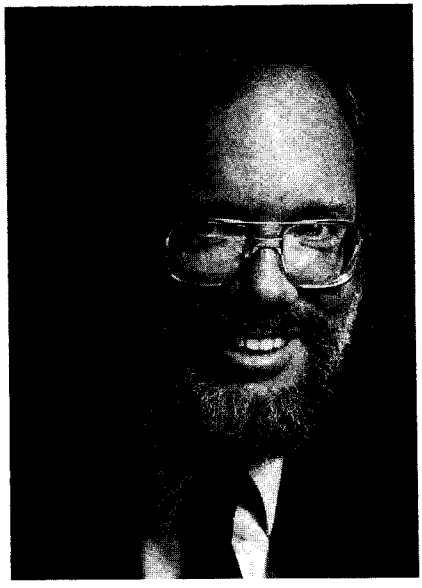


Tommaso Padoa-Schioppa es Subdirector General del Banco de Italia.

De 1970 a 1979 trabajó de Economista en el Departamento de Estudios del Banco de Italia. En 1979 fue nombrado Director General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión de las Comunidades Europeas en Bruselas y miembro del Consejo de Administración del Banco Europeo de Inversiones. En 1983 regresó al Banco de Italia y fue nombrado Director Central de Estudios Económicos.

El señor Padoa-Schioppa es Vicepresidente del Comité Asesor de Banca de la Comisión de las Comunidades Europeas, miembro del Grupo de los Treinta y del Consejo de Administración de la Fondazione Adriano Olivetti.

Es titulado en ciencias económicas por la Universidad Luigi Bocconi de Italia y el Instituto de Tecnología de Massachusetts de Estados Unidos y autor de numerosos artículos sobre temas económicos.



C. Fred Bergsten es Director del Instituto de Economía Internacional de Washington, Estados Unidos.

El señor Bergsten fue Secretario Adjunto de Asuntos Internacionales del Tesoro de Estados Unidos de 1977 a 1981 y ocupó interinamente el cargo de Subsecretario para Asuntos Monetarios en el último año de dicho período. De 1969 a 1971 fue Ayudante para Asuntos Económicos Internacionales de Henry Kissinger y miembro del grupo de altos funcionarios del Consejo Nacional de Seguridad.

Ha sido *senior fellow* del Consejo de Relaciones Externas (1967–68), la Institución Brookings (1972–76) y la Fundación Carnegie para la Paz Internacional (1981).

Es autor de numerosos libros y artículos sobre cuestiones de economía internacional. Algunas de sus últimas publicaciones son *The United States-Japan Economic Problem* [El problema económico de Estados Unidos y Japón] y *Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives* [Los préstamos bancarios a los países en desarrollo: Opciones de política].

El señor Bergsten es titulado y doctorado por la Fletcher School of Law and Diplomacy en letras y derecho internacional. Ha recibido el Premio por Servicios Extraordinarios del Departamento del Tesoro, el Premio de Honor al Mérito del Departamento de Estado y la Legión de Honor del Gobierno de Francia.

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. 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 (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 Guindey. 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).

1987 *La interdependencia: Vulnerabilidad y posibilidades*. Conferencia pronunciada por Sylvia Ostry (Washington).

1988 *El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años*. Ponentes del simposio: Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa y C. Fred Bergsten (Basilea).

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, Estados Unidos. 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, Estados Unidos. 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.

Fundación Per Jacobsson

PRESIDENTES HONORARIOS:	Eugene R. Black Marcus Wallenberg
PRESIDENTE FUNDADOR:	W. Randolph Burgess
EX PRESIDENTE:	Frank A. Southard, Jr.

Patrocinadores originarios

Hermann J. Abs
Roger Auboin
Wilfrid Baumgartner
S. Clark Beise
B. M. Birla
Rudolf Brinckmann
Lord Cobbold
Miguel Cuaderno
R. v. Fieandt
Maurice Frère
E. C. Fussell
Aly Gritly
Eugenio Gudin
Gottfried Haberler
Viscount Harcourt
Gabriel Hauge
Carl Otto Henriques
M. W. Holtrop
Shigeo Horie
Clarence E. Hunter
H. V. R. Iengar
Kaoru Inouye
Albert E. Janssen
Raffaele Mattioli
J. J. McElligott
Johan Melander
Donato Menichella
Emmanuel Monick
Jean Monnet
Walter Muller
Juan Pardo Heeren
Federico Pinedo
Abdul Qadir
Sven Raab
David Rockefeller
Lord Salter
Pierre-Paul Schweitzer
Samuel Schweizer
Allan Sproul
Wilhelm Teufenstein
Graham Towers
Joseph H. Willits

Junta Directiva

Sir Jeremy Morse — *Presidente de la Junta*

Michel Camdessus
J. de Larosière
Adolfo C. Diz
Alexandre Lamfalussy
William McChesney Martin
Jacques J. Polak
Robert V. Roosa
Gengo Suzuki
Peter Wallenberg
H. Johannes Witteveen

Cargos

Jacques J. Polak — *Presidente*
Albert S. Gerstein — *Vicepresidente*
Gordon Williams — *Vicepresidente*
Joseph W. Lang — *Secretario*
G. Michael Fitzpatrick — *Tesorero*