

KARL OTTO PÖHL

Un nuevo
orden
monetario
para Europa

Conferencia Per Jacobsson de 1992

Washington

20 de septiembre de 1992

KARL OTTO PÖHL

**Un nuevo
orden
monetario
para Europa**

Conferencia Per Jacobsson de 1992

Washington

ISSN 0252-3094

Traducción al español de la
Dirección de Servicios Lingüísticos
del Fondo Monetario Internacional

Maqueta e impresión de la
Sección de Artes Gráficas del FMI

Prólogo

La Conferencia Per Jacobsson de 1992, titulada “Un nuevo orden monetario para Europa”, fue pronunciada por Karl Otto Pöhl en el Hotel Shoreham de Washington el domingo 20 de septiembre de 1992. El señor Pöhl es uno de los socios de Sal. Oppenheim Jr. & Cie., de Francfort. Sir Jeremy Morse, Presidente de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión, cuyas actas se presentan en esta publicación.

Las conferencias Per Jacobsson están patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson y se celebran normalmente una vez al año. La Fundación se constituyó en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el propósito de fomentar a nivel internacional un análisis documentado de los problemas de actualidad en el campo de los asuntos monetarios.

Las conferencias se publican en español, francés e inglés y son distribuidas por la Fundación en forma gratuita. Gracias a la colaboración de otras instituciones, en ocasiones se publican también versiones en otros idiomas. Para obtener más información, se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

Índice

	<i>Página</i>
Prólogo	iii
Palabras de apertura	
<i>Sir Jeremy Morse</i>	1
Un nuevo orden monetario para Europa	
<i>Karl Otto Pöhl</i>	3
Preguntas y respuestas	13
Nota biográfica	23
Conferencias Per Jacobsson	24
Fundación Per Jacobsson: Patrocinadores originarios, Junta Directiva y cargos de la Fundación	26

Palabras de apertura

Sir Jeremy Morse

Damas y caballeros, me complace darles la bienvenida una vez más a la conferencia Per Jacobsson. Es muy emocionante contar con tan enorme audiencia esta tarde.

Permítanme recordarles el orden en que se desarrollará la conferencia; en primer lugar, nuestro conferenciante hablará durante 45 ó 50 minutos y, a continuación, tendremos una sesión de preguntas y respuestas; por consiguiente, terminaremos alrededor de las 16.15 h., ó 16.30 h., a más tardar, y después están todos ustedes cordialmente invitados a la recepción que se celebrará en el salón contiguo.

La última vez que nos reunimos aquí fue hace dos años, cuando Paul Volcker disertó sobre los buenos resultados obtenidos en la lucha contra la inflación en los años ochenta. Desde entonces, la conferencia se celebró en Basilea y Bangkok, dos ocasiones memorables, y aquí estamos de nuevo presentando a otro distinguido conferenciante, el señor Otto Pöhl.

Supongo que, habiendo sido estudiante de economía, investigador y periodista especializado en este tema, alto funcionario del gobierno y distinguido presidente de un banco central, podría haber pronunciado la conferencia cualquier año, pero parece ser que en este año se encuentra especialmente preparado para hacerlo y ha escogido el título perfecto: "Un nuevo orden monetario para Europa".

Algunas personas han considerado que el nuevo orden monetario depende del resultado del referéndum francés. Para aquellos de ustedes que no lo sepan, la televisión francesa ha anunciado, aunque el conteo oficial se prolongará todavía otras dos o tres horas, que ha habido una mayoría de votos afirmativos, del orden del 51,3% ó 51,5%.

Supongo, Karl Otto, que lo más que puedo decir es que los turbulentos acontecimientos de los últimos años han servido para aclarar el panorama y que estamos ansiosos de oír lo que tiene usted que decirnos. El señor Karl Otto Pöhl.

Un nuevo orden monetario para Europa

Karl Otto Pöhl

Es para mí un gran honor pronunciar la conferencia Per Jacobsson de este año pero, tras la tormenta que ha sacudido los mercados europeos de divisas, me doy cuenta de que la tarea es más difícil de lo que pensaba.

Cuando Jacques Polak y yo nos pusimos de acuerdo sobre el tema de mi conferencia, “Un nuevo orden monetario para Europa”, di por sentado que los parlamentos de los estados miembros de la Comunidad Europea (CE) ratificarían el Tratado de Maastricht. Tras la sorprendente votación que se produjo en Dinamarca, la situación presenta un panorama distinto. Toda modificación del Tratado de la Comunidad Europea tiene que hacerse por unanimidad, que evidentemente no existe, aun después del voto afirmativo francés.

A juzgar por las encuestas, tampoco habría que dar por sentado un resultado afirmativo en Alemania, aun cuando la Constitución permitiera un referéndum. Los alemanes —probablemente en su mayoría— tienen hoy más dudas de que un Banco Central Europeo (BCE) aplique una política que produzca resultados tan excelentes como la del Banco Federal de Alemania, o de que una moneda europea tenga la misma solidez que tiene hoy día el marco alemán.

Muchos alemanes se sienten incómodos o por lo menos confusos ante los comentarios del Presidente de Francia acerca de la independencia pactada de un banco central europeo, que es una condición sine qua non para Alemania y que está consagrada en el Tratado de Maastrich.

También en Gran Bretaña existen dudas razonables de que el Parlamento, a la hora de tomar una decisión, acepte la existencia de una moneda europea y un banco central europeo tras el fracaso de la política cambiaria de ese país. En cualquier caso, y de momento, el proceso de ratificación ha entrado en un compás de espera.

Así pues, el señor Edouard Balladur, Ministro de Hacienda francés, estaba en lo cierto al describir todo el proceso de la unión

económica y monetaria (UEM) “como algo poco realista por naturaleza”. En otras palabras, por decirlo de la manera más suave, no es seguro que se vaya a aplicar el Tratado de Maastricht, idea que corroboran aún más los sucesos acaecidos la semana pasada en los mercados de divisas. La situación me recuerda, en cierta medida, los últimos días del sistema de Bretton Woods, que algunos de nosotros presenciamos. En esos momentos, ya existía un proyecto de UEM.

Al menos como en el Tratado de Maastricht, los elementos esenciales de la unión monetaria se definieron en el Informe Werner:

- Convertibilidad ilimitada e irreversible de las monedas.
- Liberalización total de las transacciones de capital e integración plena de los mercados bancarios y financieros.
- Eliminación de las bandas de fluctuación y fijación, con carácter irrevocable, de los tipos de cambio.

La libre convertibilidad entre las monedas de los seis países que integraban la Comunidad en aquel momento, la fijación irrevocable de los tipos de cambio, la centralización de las políticas monetarias y presupuestarias a nivel de la Comunidad, la adopción de una política monetaria externa común, la total integración de los mercados financieros de los países miembros y la adopción de medidas de política regionales formaban parte de un programa expuesto en el plan Werner. Dicho plan resultó ser excesivamente ambicioso para su época; nunca consiguió despegar porque los sucesos que provocaron el colapso del sistema de Bretton Woods (además de otros motivos) fueron como un puñado de arena en el engranaje y, hoy día, el colapso del Sistema Monetario Europeo (SME) podría echar por tierra todo lo que se ha hecho por crear la UEM en Europa.

La experiencia traumática de Bretton Woods sirvió de guía al Banco Federal de Alemania cuando se creó el SME. Con arreglo a las normas de Bretton Woods, los bancos centrales tenían que comprar cantidades ilimitadas de dólares de EE.UU. en el momento en que se alcanzaba el punto de intervención, lo que contribuyó a socavar cada vez más la política del Banco Federal de Alemania. Las variaciones de los tipos de cambio resultaban muy difíciles y sólo se producían en circunstancias límite (¡recuerden el acuerdo del Smithsonian!). Finalmente, el sistema se hundió porque el Banco Federal de Alemania y otros bancos centrales ya no estaban dispuestos a comprar cantidades ilimitadas de dólares de EE.UU., lo

que de hecho socavó la política monetaria y preparó el camino para la inflación de los años setenta.

Así pues, cuando se creó el SME, el Banco Federal de Alemania insistió en que se renunciase a la idea original de centrar el sistema en el ECU (unidad de cuenta europea) y se adoptase en su lugar un sistema de "parrilla"; en otras palabras, el sistema se tornó "asimétrico". La intención original era posibilitar la intervención ilimitada y obligatoria, financiada con créditos recíprocos de los bancos centrales, en el marco del mecanismo de financiación a muy corto plazo del acuerdo del SME, que habría de respaldarse con líneas de crédito sustanciales a corto y medio plazo. Sin embargo, se decidió que la liquidación de los activos se hiciera en "monedas fuertes" y en un plazo relativamente corto. Esta solución permitió aplicar la disciplina necesaria al sistema.

Pero, incluso al amparo de las normas del SME, las intervenciones pueden alcanzar órdenes de magnitud que no sólo resultan insoportables para el país deudor, sino que además pueden limitar las posibilidades de aplicar una política monetaria encaminada a mantener la estabilidad de los precios en el país acreedor. Evidentemente, esta inquietud fue lo que motivó al Banco Federal de Alemania a insistir recientemente en un realineamiento dentro del sistema.

Visto desde fuera, y sin conocer todos los detalles, es fácil caer en la tentación de pensar que esta crisis monetaria no se ha manejado como es debido (algo parecido a lo que ocurrió en 1973). Estoy convencido de que la semana pasada, habría bastado con que se llegara a un acuerdo en una reunión de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales para devolver la tranquilidad a los mercados. Claro está que no sólo habría que hablar de la lira, sino también de otras monedas, y que debería haberse acompañado de una reducción sustancial de los tipos de interés en Alemania. Por el contrario, los gobiernos y los bancos centrales trataron una vez más de enfrentarse a los mercados. Ya deberían saber que no se puede frenar una avalancha. Mientras que no tengamos una unión monetaria total, la variación de los tipos de cambio será inevitable y hasta deseable de vez en cuando.

En los primeros años de su existencia, el SME estuvo expuesto a los avatares de una crisis cambiaria cada nueve meses aproximadamente. A veces resultó sumamente difícil ponerse de acuerdo sobre las condiciones de realineamiento de los tipos centrales para hacer

frente a los desequilibrios y a las tensiones incipientes de los mercados. De hecho, el SME estuvo a punto de fracasar, como su antecesora "la serpiente", hasta que Francia decidió en 1983 reorientar drásticamente su política económica para alcanzar el equilibrio económico global y la estabilidad monetaria. Francia se mostró dispuesta a aceptar la lógica propia de un sistema de tipo de cambio fijo, muy en la línea de sus preferencias de siempre, y a renunciar a algunas de las contradicciones más notorias en su aplicación efectiva. Así se eliminó la amenaza más peligrosa en potencia para el mecanismo de ajuste de cambios (MAC) del SME y se preparó el terreno para que participasen plenamente otros países miembros de la Comunidad que no se habían incorporado al mecanismo desde el principio o que habían optado por hacerlo en la banda de fluctuación más amplia del 6%, e incluso para que participasen de facto otros países que no son miembros de la Comunidad como, por ejemplo, Austria, Suecia, Noruega y Finlandia. No cabe duda de que esto facilitó las cosas para que Alemania diese la bienvenida a los recién llegados. El cambio de actitud de Francia prometía también consolidar el grupo central de países conscientes de la estabilidad que, sin la participación de Francia, se limitaba tan sólo a Alemania y los Países Bajos, mientras que Bélgica y Dinamarca irían integrándose lentamente en ese grupo. Sin embargo, los últimos acontecimientos han demostrado con rigor que, para que esa "zona de estabilidad monetaria" sea viable, es imprescindible que los parámetros económicos fundamentales de los países participantes muestren una fuerte convergencia.

Evidentemente, éste no era el caso y —ésta es la buena noticia— los mercados corrigieron en cierta medida algunos desequilibrios.

No se debe echar toda la culpa al Banco Federal de Alemania. Creo que es un hecho generalmente aceptado que el referéndum (a mi juicio, innecesario) celebrado en Francia ha creado incertidumbre. También es innegable que el Reino Unido se incorporó al MAC con un tipo de cambio inadecuado y en un momento inoportuno. Ya lo dije hace dos años. Por otra parte, no cabe duda de que la decisión de Italia de incorporarse a la banda estrecha del sistema fue muy ambiciosa. A la vista de la situación presupuestaria y de la crisis política, esa decisión no era viable, ni siquiera para un banco central tan fuerte como la Banca d'Italia. Es de esperar que Italia aproveche la crisis para tomar las medidas necesarias.

Tengo que admitir que una de las razones más profundas que han motivado las recientes turbulencias son las consecuencias econó-

micas de la unificación de Alemania que puede haber reforzado los argumentos políticos en favor de la integración europea; sin embargo, ha hecho que ésta sea más difícil en términos económicos y monetarios. Para ser justos, hay que reconocer que la unificación alemana ha sido muy beneficiosa, no sólo para las empresas germanooccidentales, sino también para los exportadores de otros países, sobre todo europeos. El empuje de la demanda, como consecuencia de la financiación de dicha unificación (elevados gastos con cargo al déficit presupuestario, un tipo de cambio muy generoso para la conversión del ahorro germanooriental, etc., etc.) ha dado lugar a un fuerte aumento de las importaciones y a un drástico cambio de orientación de la balanza de pagos de Alemania sin el que, no me cabe la menor duda, Europa habría entrado en una recesión al igual que Estados Unidos y otros países.

Por otra parte, la enorme transferencia de recursos de Alemania occidental a Alemania oriental —casi el 5% del PIB germanooccidental en última instancia—, los acuerdos salariales que han superado con mucho los aumentos de productividad, y la renuencia de los alemanes occidentales a aceptar las consecuencias económicas de la unificación, han hecho que se deteriore la estabilidad económica, financiera y política.

Tengo plena confianza en la determinación del Banco Federal de Alemania de corregir toda evolución indeseable aplicando una política monetaria restrictiva, como ya se ha demostrado. No obstante, la aplicación de una combinación equivocada de políticas y, por consiguiente, la vigencia de tipos de interés sumamente altos, puede dar lugar, y de hecho así ha sido, a una desaceleración del crecimiento económico, y tampoco puede excluirse el riesgo de una recesión. Como se desprende de la experiencia de otros países, se puede imponer una carga excesiva sobre la política monetaria y corregir las deficiencias en otras áreas, pero en todo caso, el precio que habrá que pagar será muy alto. Para el proceso de integración europea, es de crucial importancia que Alemania ponga la casa en orden.

Los recientes acontecimientos registrados en los mercados financieros han demostrado drásticamente que el marco alemán no tiene sustituto como principal moneda europea ni como moneda de intervención, por lo menos de momento. Sería ilusorio creer que el ECU puede desempeñar ese papel en un futuro cercano. Tampoco cabe esperar que una futura moneda única herede automáticamente la función del marco alemán como segunda moneda más

importante a escala internacional después del dólar de EE.UU. para las carteras de inversiones privadas y las reservas de los bancos centrales. Un Banco Central Europeo tendrá que obtener la suficiente credibilidad no sólo en el ámbito de la Comunidad, sino también fuera de ella. Tendrá que silenciar los temores de que aplicará una política monetaria menos restrictiva, con tipos de interés más bajos, cuando el Banco Federal de Alemania se habría negado a hacer esta concesión. Si no lo logra, no pasará mucho tiempo antes de que los inversores internacionales decidan invertir sus fondos en otras monedas (De hecho, sería interesante especular acerca de la política que un banco central europeo aplicaría en las actuales circunstancias. Creo que es muy poco probable que se centrase tanto en los problemas internos de Alemania como lo hace el Banco Federal de Alemania).

La unificación de Alemania también ha reducido notablemente la capacidad del país para aportar grandes volúmenes de recursos financieros con destino a los fondos especiales creados para ayudar a los países miembros más pobres o menos competitivos de la CE. Alemania es, con mucho, el mayor contribuyente neto al presupuesto de la Comunidad y es muy difícil que pueda elevar sus aportaciones en un momento en que necesita transferir recursos adicionales a Alemania oriental. Pero, al mismo tiempo, esas aportaciones son cruciales para que los países más pobres de la CE participen en la UEM.

¿Qué medidas habrá que tomar una vez que pase la tormenta? De hecho, no creo que tengamos muchas opciones. Un desacoplamiento de las monedas europeas del marco alemán como en los años setenta (con la excepción de algunos países más pequeños) no es solución. No pienso concederles a los gobiernos nacionales la clase de libertad que desearían en materia de políticas fiscal y monetaria. Las economías europeas están ya demasiado integradas para dar un paso semejante. Un descuido benévolo con respecto a los tipos de cambio podría funcionar hasta cierto punto entre zonas de intercambio como Estados Unidos y Europa. En Europa, podría dar lugar a un círculo vicioso de depreciación e inflación como el que presenciamos en los años setenta (todos en un mismo barco), y eso significaría que renunciaríamos a muchos de los logros alcanzados en el SME que hemos venido disfrutando en los últimos diez años más o menos. De hecho, Europa está ya muy próxima a una especie de "unión casi monetaria", mucho más de lo que se cree.

Por unión casi monetaria entiendo una situación en la que los tipos de cambio entre las monedas participantes son casi fijos, los mercados monetarios y de capitales están liberalizados y todos los participantes aceptan de facto una política monetaria idéntica como consecuencia inevitable. Claro está que hoy día los tipos de cambio del MAC no son irreversiblemente fijos, puesto que existen bandas de fluctuación que permiten su movimiento, así como realineamientos y hasta una "opción de salida" temporal que, como acabamos de ver, sigue siendo una solución en casos extremos. Por otra parte, ni los tipos de interés clave de los bancos centrales ni otros instrumentos monetarios son idénticos como serían si se aplicase una política monetaria única con tipos de cambio irreversiblemente fijos. Concretamente, el hecho de que sea un banco central nacional en vez de uno comunitario el que domine la política monetaria de la Comunidad no hace sino subrayar que todavía no existe la unión monetaria.

Sin embargo, para un número cada vez mayor de países comunitarios —y también para otros que no pertenecen a la CE ni al SME— la adhesión formal o la participación oficiosa en el mecanismo del SME equivale a admitir abiertamente que la limitación que entraña la vinculación de su moneda al marco alemán ofrece más posibilidades de éxito, en materia de estabilidad de precios, que la insistencia en mantener los últimos vestigios de autonomía monetaria en un mundo en el que los mercados financieros están sumamente integrados. Para la mayoría de los países que participan en el mecanismo de ajuste de cambios del SME, ha valido la pena conseguir la credibilidad del Banco Federal de Alemania como celoso guardián de la estabilidad de precios. Por consiguiente, hasta hace poco, la Comunidad en su conjunto ha pasado por un impresionante proceso para lograr una mayor convergencia de los tipos de interés a niveles notablemente más bajos y reducir sus diferenciales.

De no haber alcanzado este objetivo, es posible que no se hubiese tomado la decisión de avanzar rápidamente por el camino de la UME. De hecho, es muy probable que el éxito con que se alcanzó la estabilidad de precios en la Comunidad (o entre los participantes en el mecanismo de ajuste de cambios) aumentara las presiones para introducir cambios institucionales en el SME y satisfacer así los deseos de otros participantes que manifestaron su voluntad de compartir las responsabilidades en lo tocante a la

política monetaria de la Comunidad en vez de dejar las decisiones exclusivamente en manos de un banco central.

En esas circunstancias, la decisión de crear el marco institucional de una política monetaria común era un paso lógico. Parece ser una opinión ampliamente compartida que los acuerdos institucionales para establecer una moneda única, consagrados en el Tratado de Maastricht, pasan la prueba de una constitución monetaria moderna. El patrón que se suele aplicar es la ley del Banco Federal de Alemania. Con frecuencia, se señala que el estatuto del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales y el del futuro Banco Central Europeo están calcados del estatuto del Banco Federal de Alemania en lo referente al compromiso de mantener la estabilidad de precios como objetivo primordial de la política monetaria y también en cuanto a la independencia de toda interferencia política. También se asemejan en la atención resuelta que prestan a la esencia de la política monetaria y en que ofrece al sistema monetario toda una serie de instrumentos necesarios para que desempeñe sus funciones. Ambos estatutos incluso superan al del Banco Federal de Alemania en otros aspectos, por ejemplo, en la negativa absoluta de que el banco central financie los déficit del gobierno o en el rechazo de concederles a los entes gubernamentales acceso preferencial a otras fuentes de financiamiento.

Es cierto que el Tratado presenta algunas deficiencias, por lo menos desde el punto de vista de Alemania. Por ejemplo, no define en términos muy precisos la estabilidad de precios; los gobernadores del banco central de cada país serán nombrados por un período de cinco años como mínimo, en vez de ocho como sucede con los miembros del Directorio Ejecutivo del Banco Federal de Alemania; las normas de política cambiaria frente a terceros países dejan margen para la ambigüedad; además, el uso de los coeficientes de reserva obligatoria de los bancos privados estará sujeto a la legislación secundaria de la Comunidad. Sin embargo, en estos puntos la ley del Banco Federal de Alemania no es más estricta o más específica. Bien mirado, y en lo referente a la unión monetaria, el Tratado quizás no sea el sueño dorado de las autoridades de un banco central, pero tampoco es una pesadilla.

Permítanme hacer una pregunta crucial: ¿Por qué estaban dispuestos los gobiernos participantes en la negociación a consagrar los firmes compromisos que recoge el Tratado en materia de estabilidad de precios e independencia del banco central, respaldados por sólidos elementos de autodisciplina, sobre todo, en los

aspectos fiscales? Después de todo, algunos de esos compromisos (por ejemplo, la independencia del banco central) están en franca contradicción con las opiniones que algunos países miembros han defendido vigorosamente hasta la fecha a nivel nacional (es decir, la independencia del banco central).

Cabría explicarlo considerando que a los gobernadores de los bancos centrales de la Comunidad se les ha dado plenos poderes para preparar el terreno con miras a las negociaciones finales de la Conferencia Intergubernamental sobre la UEM. Fue el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, que tuve el honor de presidir, el que redactó el estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y el del Banco Central Europeo sin interferencia alguna de gobiernos nacionales o de la Comisión de la CE. Ahora bien, ¿es ésta una razón suficiente para explicar el resultado final? Aun cuando los gobernadores de los bancos centrales hubieran podido optar por un Sistema Europeo de Bancos Centrales y por un Banco Central Europeo independientes e inequívocamente comprometidos con la aplicación de una sólida política monetaria, ¿les habrían permitido los gobiernos actuar conforme a sus deseos? Seguramente hubo algo más detrás de todo eso.

A mi modo de ver, la mayor parte de los políticos que están en el poder, y también el electorado, han aceptado ya los argumentos básicos a favor de la estabilidad de precios y en contra de la alteración de la moneda, a favor de la independencia del banco central y en contra de las interferencias políticas. Es posible que aún haya quien considere que un cierto aumento de los niveles de crecimiento y de empleo podría justificar la tolerancia de una dosis adicional de inflación. Sin embargo, no se puede pasar por alto la evidencia estadística que demuestra que dichas ganancias son dudosas y efímeras, mientras que los efectos negativos de una inflación descontrolada son demasiado ciertos y duraderos. Pareciera que cada vez se reconocen más los fundamentos estructurales y relativos a la oferta de un ascenso permanente del crecimiento y del empleo. Es muy probable que todas estas consideraciones, en conjunto, hayan hecho que los gobiernos se mostraran más dispuestos a permitir que los gobernadores de los respectivos bancos centrales encontraran el terreno común necesario, a su propio nivel de competencia, y que edificasen sobre esos cimientos cuando negociaron el Tratado en la Conferencia Intergubernamental.

También es posible que los interlocutores de Alemania se hayan dado cuenta de que sólo era posible llegar a un acuerdo sobre la

base de un diseño que incorporase algunos elementos clave del modelo del Banco Federal de Alemania quizá con algunas pequeñas adaptaciones. En cualquier caso, si Alemania tenía que renunciar a su posición dominante y compartir su papel de ancla monetaria con otros países, había que pagar el precio.

Soy optimista y estoy convencido de que todavía existe ese consenso básico que he descrito, aunque es lícito tener algunas dudas después de todo lo que ha sucedido.

Así pues, sugiero que en lugar de rendirnos y culparnos unos a otros de los errores, apliquemos una estrategia para seguir adelante. Es necesario que los gobiernos europeos se reúnan cuanto antes para limitar el daño que han permitido que se produzca y para informar a los mercados, de forma convincente, sobre el modo en que se proponen manejar el sistema económico y monetario. En este sentido, deberían confirmar con determinación que el mercado común verá la luz tal como se había programado y que respetarán los principios y acuerdos básicos del SME.

En lo que respecta a la cuestión de un banco central europeo y de una moneda única, creo que ha quedado muy claro que el único enfoque capaz de prosperar es la integración con varias velocidades, como ya dije hace varios años.

La UEM sigue siendo un objetivo político realista y deseable. Sin embargo, una condición necesaria para el éxito, o al menos un seguro contra el desastre, es que la participación se limite estrictamente a los países miembros que cumplan una serie de requisitos rigurosos, entre otros, ofrecer una garantía suficiente de que la tasa de inflación, el déficit fiscal y la deuda pública —aparte de otros factores pertinentes— no serán causa de discordia ni de tensión desde el principio. Podría permitirse que un grupo central de países avanzara con plenas garantías de éxito, mientras que los restantes se irían adhiriendo a medida que cumplieran los criterios necesarios. Esta es la fórmula que se aplicó en el SME, aunque sin criterios establecidos con antelación para la participación.

La reciente evolución de los acontecimientos ha demostrado que no es posible pasar por alto estas condiciones so pena de causar tensiones que, en última instancia, pueden poner en peligro la existencia misma del sistema.

Bien mirado, creo que en esta crisis imprevista que ha sufrido la CE deberíamos ver más una oportunidad para actuar que el fin del proceso de integración que, estoy convencido, seguirá adelante.

Preguntas y respuestas

Tras la presentación formal, el Sr. Pöhl respondió a las preguntas del público asistente.

Cuando los mercados vuelvan a abrir esta semana, ¿quiso decir que debemos establecer inmediatamente un sistema de varias velocidades, o al menos de dos velocidades, en vez de tratar de incorporar de nuevo todas las monedas?

SR. PÖHL: No puedo contestar a su pregunta, porque no sé cuáles son las intenciones de los gobiernos británico e italiano, pero, según parece, es muy probable que el SME siga siendo un sistema en el que no van a participar todos los países miembros de la CE.

No es nada terrible ni nuevo. El SME ha sido así durante mucho tiempo. Hasta hace dos años, Gran Bretaña no era miembro del MAC, ni tampoco Portugal; Grecia no es miembro todavía, y ha habido también países con una banda más ancha, como Italia hace unos años.

Por lo tanto, este enfoque de las distintas velocidades, si lo podemos llamar así, no es nada anormal. Por el contrario, es precisamente lo que hemos visto siempre en el SME, donde ha funcionado muy bien.

De hecho, la cláusula de salida forma parte del tratado del SME, e incluso el Banco Federal de Alemania, al principio, insistió en que se reconociera el derecho a salir del sistema, si se produjera una situación grave de emergencia que generara inflación y le impidiera seguir aplicando una política monetaria orientada a la estabilidad.

Otto Emminger escribió una carta al gobierno en aquel momento —como es de dominio público puedo referirme a ella— y el gobierno lo confirmó. Afortunadamente, nunca nos hemos visto en la necesidad de hacer uso de este derecho, pero forma parte del sistema.

El SME no es una unión monetaria, sino un sistema de tipos de cambio. Naturalmente, una unión monetaria es algo diferente. Si en ese sistema existen dos grupos distintos, o tres grupos distintos,

algunos con un banco central común y otros sin él..., bien, surgen problemas. Es comprensible.

Por otra parte, se resolvería, entre otras muchas cosas, el problema de Dinamarca, porque eso se podría hacer en un nuevo tratado, al margen del tratado de la CE. Pero su pregunta era mucho más concreta, y no deseo volver a abordar de nuevo todo el tema.

En relación con sus interesantísimos comentarios sobre lo que podía haber ocurrido el pasado fin de semana, que posiblemente hubiera evitado los acontecimientos de los últimos días, mencionó usted un reajuste de los tipos de cambio y una reducción algo mayor de las tasas de interés de su país.

En este contexto, retrospectivamente (y, lo que es más importante, como posibilidad futura) ¿podrían haber considerado la posibilidad de elevar el valor —revaluar— del marco alemán al amparo de un convenio de ese tipo, a fin de allanar los obstáculos de orden político y poder así alcanzar algún tipo de acuerdo?

SR. PÖLH: Creo que no había ni hay motivo para revaluar el marco alemán frente a todas las monedas. Por el contrario, creo que sería en realidad un error manifiesto, porque Francia, por ejemplo, tiene una tasa de inflación más baja que Alemania.

Dinamarca tiene también una tasa de inflación más baja —la más baja de Europa— y una moneda muy estable. ¿Por qué deberían ellos revaluar su moneda frente al marco alemán? No hay razón para ello, no tiene sentido alguno, en mi opinión.

No, no era eso en lo que yo pensaba. Por supuesto, es una observación muy ingenua por mi parte, pero creo que si se hubiera celebrado una reunión y el lunes por la mañana, o el domingo por la tarde —mejor el domingo por la tarde— se hubiera dado una solución convincente, y no la insignificancia que se consiguió en realidad, los mercados se habrían dado por satisfechos y ese animal llamado mercado cambiario habría tenido su alimento; así los mercados habrían recobrado la calma.

Creo que es muy probable que así hubiera sido, y así nos lo dicta la experiencia del pasado. Como dije, hasta 1987 hemos tenido nueve o diez reordenaciones en el SME. Por desgracia fue sólo una "minisolución" que evidentemente no satisfizo a los mercados.

Dice usted que los países europeos no pueden permitir la flotación de sus monedas, porque están muy estrechamente inte-

grados, pero Canadá y Estados Unidos están mucho más integrados, y sin embargo nadie piensa que el dólar canadiense no pueda flotar frente al dólar de EE.UU. ¿Están equivocados los norteamericanos?

SR. PÖHL: No he dicho que en Europa no pueda haber flotación. Naturalmente que puede haberla, pero he dicho que no es una solución. Canadá es un caso diferente. Prefiero no comentarlo porque no lo conozco suficientemente.

Pero si en Europa, y eso es lo que quería decir, todos los países permitieran que sus respectivas monedas flotaran frente a las demás y ello les diera la libertad de aplicar políticas enfocadas únicamente hacia sus intereses nacionales (empleo, tasas de interés más bajas), el resultado sería una reacción inmediata en el mercado cambiario de la moneda en cuestión frente al marco alemán, que es la principal moneda de reserva e intervención —el estándar, por así decir—, con consecuencias también inmediatas sobre la inflación en los países que están dejando que su tipo de cambio vaya a la deriva.

Lo vimos en los años setenta. Recuerden lo que ocurrió con Italia y Gran Bretaña en los años setenta, y en ese momento teníamos un sistema de flotación. Tratamos de reunir los tipos de cambio en la llamada serpiente, pero no funcionó. Francia abandonó la serpiente en dos ocasiones en aquel entonces.

Por lo tanto, no quiero que se repita esa experiencia. Creo que no fue una situación muy deseable, y creo también que el SME ha sido un sistema mucho más eficiente. Naturalmente, ha tenido también algunos problemas y algunas deficiencias, no cabe duda.

Pero es más apropiado... A mi juicio, y evidentemente también a juicio, estoy seguro, de la práctica totalidad de los gobiernos europeos, que unos mercados que están muy integrados, y que lo van a estar cada vez más en el futuro —que se convertirán en un solo mercado, en un mercado único— funcionen con tipos de cambio que no fluctúen demasiado ni en intensidad ni en frecuencia, que no sufran reajustes ni modificaciones cada seis meses más o menos. No ignoro que la flotación tiene también muchas ventajas, pero creo que, bien mirado, es mejor basarse en un sistema de cooperación.

Me pregunto qué cambios específicos recomendaría usted que se introdujeran ahora en el tratado de Maastricht, en vista de los

acontecimientos de los últimos días, y de las importantes observaciones que ha hecho en su exposición. ¿Cambiaría, por ejemplo, el calendario para la consecución de la unión monetaria, que es bastante estricto? ¿Cambiaría la definición de los criterios de convergencia? ¿Recomendaría otros cambios?

SR. PÖHL: No, creo que el Tratado de Maastricht no es, como sabe usted naturalmente, sólo el concepto de una unión monetaria y económica, que creo resulta relativamente coherente, que ha sido bien preparado y que está expuesto con gran detalle —un concepto que en mi opinión es básicamente correcto. Como dije, los estatutos de un banco central europeo, son como una ley.

En comparación con esta parte, los demás elementos del Tratado de Maastricht son muy vagos, y creo que fue un error juntar tantas cosas diferentes y además muy heterogéneas. El tratado se debería haber concentrado en los estatutos de un banco central europeo, y quizás en los requisitos para ser miembro de un sistema de bancos centrales de esas características.

Yo sugeriría que nos olvidemos de Maastricht y que redactemos un nuevo tratado referido únicamente a un banco central europeo y a la moneda europea, lo que sería muy parecido al Tratado de Maastricht, pero con la salvedad de que sólo participarían en ese acuerdo los países que tuvieran capacidad para incorporarse a ese sistema y estuvieran preparados para hacerlo.

Y si hay un número suficiente de países que reúnan esas condiciones —Francia y Alemania, en especial, por supuesto— se puede comenzar enseguida. No habría que esperar hasta 1999. Pero si hay que esperar hasta que el último barco del convoy cumpla todos los requisitos necesarios para la adhesión, los criterios de conversión, creo que nunca tendremos una unión monetaria europea, ni una moneda europea —ni dentro de cinco años, ni dentro de diez.

Hay muchas cosas en el Tratado de Maastricht que no me gustan y que quisiera olvidar; por ejemplo, la disposición sobre la denominada política industrial. Es terrible que el gobierno alemán haya podido suscribir esta disposición, que no es sino otra forma de llamar a la planificación; “planification” podría también decirse, puesto que se incluyó a petición de Francia.

Y eso no es todo. Cuando se llega a una solución de compromiso, también hay que aceptar el compromiso en muchos otros temas, con lo que podría darles más ejemplos de cosas que aparecen en el tratado y de las que es mejor olvidarse.

¿Qué papel, en su caso, puede o debe desempeñar Estados Unidos en la reconstitución del Sistema Monetario Europeo?

SR. PÖHL: No creo que Estados Unidos deba desempeñar ningún papel en ese juego tan complicado. Su interferencia podría hacerlo aún más difícil. Estados Unidos debería concentrarse en sus propios problemas, que, como todos ustedes saben, son lo suficientemente grandes. Debe pensar en el dólar y en el déficit presupuestario, que, a mi parecer, ya es bastante tarea para el próximo presidente.

Mi pregunta se refiere en realidad al calendario. Antes mencionó lo sucedido entre Alemania occidental y Alemania oriental; y mi pregunta realmente tiene relación con Europa oriental: en lo que respecta a la unión monetaria europea ¿el calendario previsto ha quedado de alguna manera reafirmado o ha experimentado quizá un retraso debido a las diferentes circunstancias que encontramos hoy en Europa, en comparación con las circunstancias imperantes en el momento en que se redactó el Tratado de unión económica y monetaria?

SR. PÖHL: Creo que, cuando llegue el momento de realizar un nuevo examen y una nueva evaluación de la situación, deberá aprovecharse la ocasión para pensar en el futuro de Europa en un sentido más amplio. ¿Podemos decir en realidad que es correcto pensar en una unión política que supone también, en cierto sentido, una especie de aislamiento con respecto a otros?

Personalmente, estoy mucho más a favor de un proceso europeo de integración que incluyera a más países, no sólo a los países de la antigua AELI (Asociación Europea de Libre Intercambio), como Austria, por ejemplo, y quizá Suiza, posiblemente Suecia, Noruega, Finlandia y también, antes o después —mejor antes que después— a algunos países del antiguo bloque oriental, como Hungría o Checoslovaquia, y quizá algunos otros.

Creo que esto es de suma importancia. Me parece incluso más importante que pensar en un banco central europeo y cosas así.

Tenemos que reconocer —no hablé sobre esto porque quería concentrarme en las cuestiones monetarias, pero creo que ésta es una cuestión más importante— tenemos que reconocer, digo, que con la reunificación alemana y el derrumbamiento del comunismo, Europa se ha orientado mucho más hacia el este y hacia el norte. Éste es uno de los aspectos.

Alemania se ha agrandado mucho. Se han añadido 16 millones de personas a la CE. Esto es, un país del tamaño de los Países Bajos, pero éste es sólo el principio de ese proceso.

Y la otra cuestión es que los acontecimientos que están teniendo lugar en la antigua Unión Soviética son, como todos ustedes saben, verdaderamente problemáticos, caóticos, y que nada de lo que hagamos aquí en el Banco Mundial o de lo que hagan ustedes, resolverá en realidad los problemas. Sólo ellos, si acaso, pueden resolverlos.

Las cosas se están poniendo muy difíciles y creo que nos beneficiará mucho, especialmente, claro, desde el punto de vista alemán, estabilizar en primer lugar la frontera oriental, por así decir, de Europa, que resulta ser también la frontera oriental de Alemania.

Y ésta es, en mi opinión, la realidad, evocando una frase que utilizó Ralph Dahrendorf después de que se firmara el Tratado de Maastricht, en un artículo publicado en el *Financial Times* con el título: "Ahora hay que enfrentarse a los hechos". Creo que los jefes de estado y de gobierno han dejado escapar la oportunidad de abordar esta realidad en Maastricht.

Se trata de un problema que aún no se ha resuelto, y no cabe decir que no hablaremos de ampliar la CE hasta que no logremos profundizar en su consolidación. No creo que sea una idea realista.

Ha subrayado usted la importancia de la observancia estricta de los criterios de convergencia. Uno de ellos es que el déficit fiscal debe ser inferior al 3% del PIB; con arreglo a este criterio, Alemania quedaría excluida en estos momentos y se reduciría notablemente el número de candidatos a la UEM en el momento presente.

Creo que eso nos indica, en efecto, algo importante acerca del estado de Europa, que Alemania es atípica en este momento y que, por lo tanto, necesita aplicar tipos de interés atípicamente altos.

Pues bien, una de las posibles formas de resolver la situación habría sido la que ya ha rechazado usted, la apreciación del marco alemán. Una alternativa, y quizá más natural —la comúnmente aceptada por la doctrina—, es pensar en ampliar la banda.

Por lo tanto, ¿qué pensaría de la posibilidad de una ampliación temporal y asimétrica de la banda, para que el marco alemán pudiera subir un poco más, permitiendo así al resto de

Europa mantener unos tipos de interés más bajos, hasta que el sistema alemán absorba la reunificación del país?

SR. PÖHL: No creo que ampliar la banda sea una solución realista. Además, la ampliación nos daría quizás un margen de maniobra de un 2% o un 3% más, lo que nos llevaría de vuelta a la situación actual. Esa no es la solución.

En cuanto al otro punto que ha mencionado —el déficit presupuestario y los criterios de convergencia— no deja, en efecto, de ser un poco irónico en el caso de Alemania, que ha insistido tanto en que haya normas estrictas; el otro país que insistió mucho en ello fue Italia, por cierto. (Aunque sólo lo hizo en el grupo de autoridades de bancos centrales, en el que mi colega italiano insistió en que se aplicase una disciplina fiscal muy estricta. Eso le ayuda en su propio país, por supuesto.)

En el caso de Alemania es un asunto delicado porque, como ha dicho usted muy bien, Alemania tiene actualmente un déficit presupuestario enorme. Según cómo se calcule, oscila entre el 4% y el 6% del PIB.

En consecuencia, si se aplicaran rigurosamente los criterios, Alemania no podría participar en una unión monetaria europea, pero eso no tendría sentido, por supuesto, el sistema entero carecería de sentido.

De modo que la única esperanza es, naturalmente, que para 1999, o la fecha que sea, el déficit presupuestario alemán, por obra y gracia de algún acontecimiento milagroso, haya, si no desaparecido, sí al menos, haya disminuido hasta un nivel más razonable. La perspectiva de que Alemania pueda seguir registrando durante mucho tiempo un déficit de semejante magnitud resultaría realmente terrible.

Por otro lado, la situación en Alemania oriental no es nada menos alentadora, más bien todo lo contrario. La esperanza de que, en un plazo relativamente corto veríamos una recuperación en esa parte de Alemania no se ha hecho realidad hasta el momento.

Tampoco es muy probable que el cambio se produzca muy pronto, debido a un factor que todos, incluido yo mismo, hemos subestimado: Alemania oriental no está recibiendo demasiada inversión privada. Los salarios han subido un 50%, accreándose cada vez más a los niveles de Alemania occidental, lo que, naturalmente, no supone un incentivo para la inversión privada.

De este modo, podría ocurrir algo —espero que no, pero es una posibilidad— contra lo que advertí hace dos años. Dije que teníamos que evitar llegar a la situación de crear una región que únicamente pueda sobrevivir mediante subvenciones constantes y sumamente elevadas, como ha sido el caso de Berlín.

Antes de la caída del muro, Berlín occidental recibía DM 22.000 millones al año en concepto de subvenciones. La ciudad no podría haber sobrevivido de otro modo. Naturalmente, Alemania oriental es mucho mayor y está recibiendo actualmente alrededor de DM 180.000 millones en forma de subvenciones de una u otra clase, de pagos de transferencias.

Si no podemos cambiar la situación, me temo que el déficit presupuestario seguirá muy, muy alto y ya hemos visto, en éste y otros países, lo difícil que es, una vez que el déficit presupuestario se sitúa en un cierto nivel, modificar esa situación, reducir el déficit. Resulta difícilísimo.

Creo que en la actualidad Alemania soporta ya posiblemente la mayor carga tributaria del mundo, si se incluyen las contribuciones a la seguridad social. No creo que haya muchos otros países que, hoy en día, tengan una carga impositiva más fuerte, con todo lo que ello significa a largo plazo para la competitividad. Esto limita el margen de maniobra para elevar los impuestos, pero la introducción de nuevos impuestos constituye en Alemania un tema de debate permanente. Los políticos tienen toda clase de ideas para recaudar aún más fondos; impuestos con nombres muy bonitos: pacto de solidaridad y cosas así.

Pero creo que se trata de una tendencia problemática y preocupante y, si se detiene uno a pensarlo, no puede darse por sentado que Alemania vaya a desempeñar siempre este papel de "ancla" que ha desempeñado en el pasado no sólo en el Sistema Monetario Europeo, sino también en las economías europeas.

La reciente crisis monetaria, ¿podría de hecho acelerar la introducción de una moneda europea común, al menos entre Francia y Alemania, y podría ello hacerse para mayo de 1995, coincidiendo con el cincuenta aniversario del final de la guerra?

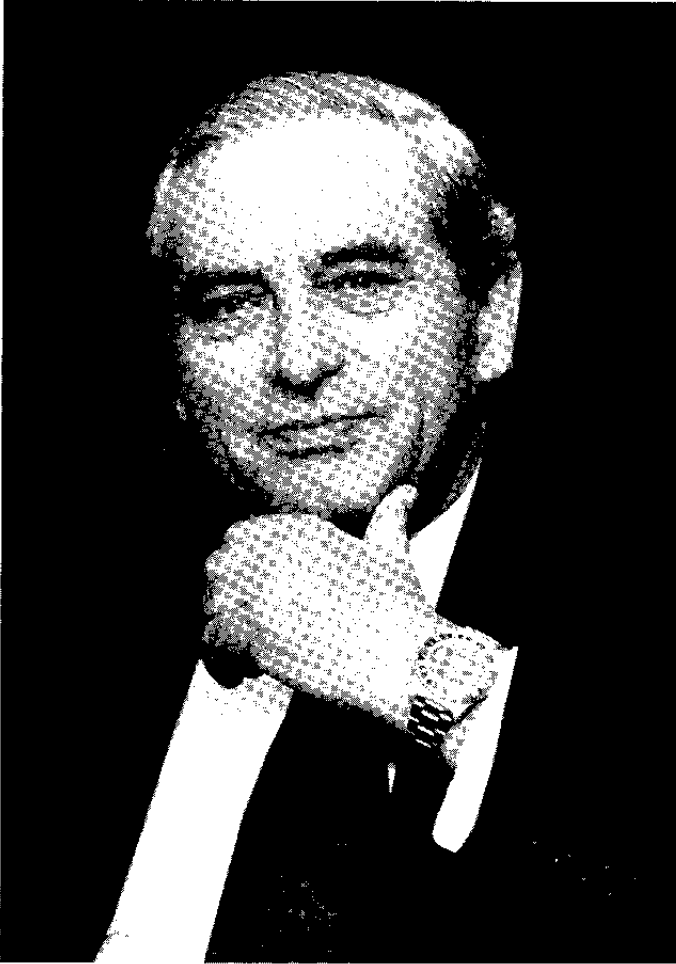
SR. PÖHL: Mi respuesta es muy breve y sencilla: Sí. Eso es lo que sugerí cuando hablé de un enfoque de varias velocidades. No digo que sea muy probable que ocurra, pero creo que sería concebible, y quizá, como sucede con todas las crisis, ésta haya tenido algo de

bueno: nos ha dado un motivo para replantearnos todo el tema, y quizá se nos ocurra una buena solución.

Muchas gracias.

* * *

SIR JEREMY MORSE: Bien, Karl Otto, una vez más, muchísimas gracias. Creo que hace usted gala de unas dosis maravillosamente equilibradas de franqueza y tacto, de modo que cuando se está de acuerdo con usted, resulta magnífico oírsele decir, y cuando se está en desacuerdo, no se siente uno ofendido por ello. Sinceramente, ha sido el tema más actual que hemos tratado en muchos años en la serie de conferencias Per Jacobsson, y esperamos impacientes que aparezca por escrito.



Karl Otto Pöhl

Nota biográfica

Karl Otto Pöhl es uno de los socios de Sal. Oppenheim Jr. & Cie., de Frankfurt.

El Sr. Pöhl fue presidente del Banco Federal de Alemania y del Consejo de Bancos Centrales durante el período 1980-91. De 1977 a 1979 ocupó el cargo de vicepresidente del Banco Federal de Alemania.

El Sr. Pöhl inició su carrera en la Administración Pública en 1970, y de 1973 a 1977 fue Secretario de Estado para Asuntos Monetarios del Ministerio de Hacienda. Con anterioridad, fue miembro de la Junta Directiva de la Asociación de Bancos Alemanes (1968-69), y periodista especializado en temas económicos (1961-67). De 1957 a 1960 fue miembro del Instituto de Investigación Económica (Ifo).

En el curso de su distinguida carrera, el Sr. Pöhl ha desempeñado entre otros cargos, los de presidente del Comité Monetario de la CEE (1974-77); presidente de los Gobernadores de Bancos Centrales del Grupo de los Diez (1983-89); presidente de los Gobernadores de Bancos Centrales de la CEE (1990-91); Gobernador del Fondo Monetario Internacional por Alemania (1980-91) y miembro del Consejo de Dirección del Banco de Pagos Internacionales (1980-91).

El Dr. Pöhl nació en 1929. Cursó estudios en la Universidad de Göttingen, donde se graduó en 1955 (Dipl. Volkswirt). Ha recibido también títulos honorarios de la Universidad de Georgetown (1984), la Ruhr University (1985), la Universidad de Tel Aviv (1986), la Universidad de Maryland (1987) y la Universidad de Buckingham (1992).

Conferencias Per Jacobsson

- 1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria*. Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea).
- 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.
- 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).
- 1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios*. Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Río de Janeiro).
- 1968 *La banca central y la integración económica*. Conferencia pronunciada por M. W. Holtrop. Comentarios de Lord Cromer (Estocolmo).
- 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.
- 1970 *¿Hacia un banco central mundial?* Conferencia pronunciada por William McChesney Martin. Comentarios de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez y Harry G. Johnson (Basilea).
- 1971 *Movimientos internacionales de capital: Pasado, presente y futuro*. Conferencia pronunciada por Sir Eric Roll. Comentarios de Henry H. Fowler y Wilfried Guth.
- 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.
- 1973 *La inflación y el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Otmaz 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 Parmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré.
- 1976 *El porqué de la impopularidad de los bancos*. Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea).
- 1977 *El sistema monetario internacional en funcionamiento*. Conferencias pronunciadas por Wilfried Guth y Sir Arthur Lewis.
- 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.
- 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.
- 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.
- 1984 *Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*. Conferencia pronunciada por Peter G. Peterson.
- 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.
- 1987 *La interdependencia: Vulnerabilidad y posibilidades*. Conferencia pronunciada por Sylvia Ostry.
- 1988 *El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años*. Ponentes del simposio: Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa y C. Fred Bergsten (Basilea)
- 1989 *Estímulo de un ajuste propicio: El caso de Ghana*. Conferencia pronunciada por J. L. S. Abbey; *Reestructuración de la economía de Nueva Zelanda desde 1984*. Conferencia pronunciada por David Caygill.
- 1990 *¿El triunfo del banco central?* Conferencia pronunciada por Paul A. Volcker.
- 1991 *El camino hacia la unión monetaria europea: Enseñanzas del sistema de Bretton Woods*. Conferencia pronunciada por Alexander K. Swoboda (Basilea).
- La privatización: Opciones y oportunidades financieras*. Conferencia pronunciada por Amnuay Viravan (Bangkok).
- 1992 *Un nuevo orden monetario para Europa*. Conferencia pronunciada por Karl Otto Pöhl.

Pueden obtenerse ejemplares gratis en español, francés e inglés de las conferencias de esta serie previa solicitud al Secretario, Fundación Per Jacobsson, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Las publicaciones agotadas pueden adquirirse en copias fotográficas o microfilme solicitándolas directamente a University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan 48106, EE.UU. o de University Microfilms Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, W1N 7RA, Inglaterra. Las conferencias tienen lugar en Washington, salvo cuando se indica otra ciudad.

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

Junta Directiva

Sir Jeremy Morse—*Presidente de la Junta*

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

Cargos

Jacques J. Polak	— <i>Presidente</i>
Gordon Williams	— <i>Vicepresidente</i>
Joseph W. Lang	— <i>Secretario</i>
G. Michael Fitzpatrick	— <i>Tesorero</i>