

Hacia un nuevo sistema monetario internacional

ALMA CHAPOY BONIFAZ



Colección Jesús Silva Herzog



*Hacia un nuevo
sistema monetario
internacional*



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Francisco Barnés de Castro

Rector

Mtro. Xavier Cortés Rocha

Secretario General

Dr. Humberto Muñoz García

Coordinador de Humanidades



INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dra. Alicia Girón González

Directora

Dr. Fernando A. Noriega

Secretario Académico

Lic. Patricia Rodríguez López

Secretaria Técnica

María Dolores de la Peña

Jefa del Departamento de Ediciones

Hacia un nuevo sistema monetario internacional

ALMA CHAPOY BONIFAZ



Colección Jesús Silva Herzog



Edición al cuidado de MARISOL SIMÓN

Composición tipográfica

José Enrique Amaya Romero

Primera edición, septiembre de 1998

© 1998

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
ISBN 968-36-6631-0

© 1998

Por características tipográficas y de edición
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 968-842-832-9

IMPRESO EN MÉXICO



PRINTED IN MEXICO
Amargura 4, San Ángel, Álvaro Obregón, 01000 México, D.F.

I ntroducción

- **Caracterización de la crisis del sistema monetario internacional**

En términos generales puede afirmarse que durante algunos años el Sistema Monetario Internacional (SMI) creado en Bretton Woods promovió la estabilidad cambiaria, un crecimiento de la producción con escasa inflación y una considerable liberalización y crecimiento del comercio internacional. Sin embargo, presentó defectos técnicos, entre otros, la dependencia con respecto a la convertibilidad del dólar en oro, mecanismos inestables de creación de liquidez y márgenes de fluctuación cambiaria sumamente estrechos (1% hacia arriba y hacia abajo).

Aunado a lo anterior, la política económica aplicada por la administración de Lyndon B. Johnson en el periodo 1965-1968, influyó poderosamente en la caída de ese sistema. El gasto público sufrió un fuerte incremento por la escalada militar en Vietnam y por la expansión de los programas de educación pública y desarrollo urbano que formaban parte de los planes presidenciales de la "gran sociedad". Como 1966 fue un año electoral, el presidente Johnson no realizó los aumentos de impuestos que hubieran sido necesarios para compensar el aumento en el gasto público.

La consecuente expansión fiscal elevó la inflación y deterioró seriamente el superávit en cuenta corriente de Estados Unidos. En 1965-1966 la política monetaria fue contraccionista, pero por el efecto negativo que las altas tasas de interés tuvieron sobre la economía, el Sistema de Reserva Federal estadounidense (Fed) suavizó la política monetaria en 1967 y 1968; con ello la inflación aumentó hasta casi 6%. Cuando finalmente en 1968 se decidió

que había que elevar los impuestos, era ya demasiado tarde para reparar el daño sufrido por la economía estadounidense y por el Sistema Monetario Internacional.

La expansión monetaria que Estados Unidos adoptó en 1967 y la devaluación de la libra esterlina, estimularon la especulación. En esos años el dólar estaba respaldado por oro (a razón de 35 dólares la onza de oro fino), y los millones gastados por la administración Johnson acentuaron el desequilibrio entre los dólares que circulaban en todo el mundo y las reservas estadounidenses de metal áureo. En vista de ello, Francia se negó a seguir acumulando dólares carentes de respaldo, y el presidente Charles de Gaulle procedió a cambiar por oro buena parte de los dólares en poder de Francia; tal actitud no fue imitada por la mayoría de los otros países.

A finales de la década de los sesenta, era ya evidente que el sistema capitalista estaba en los albores de una aguda crisis económica, acompañada de un proceso inflacionario. En el terreno monetario, eran cada vez más frecuentes los periodos de incertidumbre y confusión; la situación se agravó por el creciente déficit registrado en la balanza comercial estadounidense, que aumentó la debilidad del dólar.

Tratando de resolver la crisis, el 15 de agosto de 1971, el presidente estadounidense Richard Nixon anunció un programa de acción gubernamental –la “nueva política económica” (NEP, por sus siglas en inglés)– que consistió, internamente y en su primera fase, en la congelación durante noventa días de salarios, sueldos, rentas, comisiones y precios. La segunda fase (“etapa de estabilización”) sustituyó la congelación por un sistema de controles con cierta flexibilidad.

Para la solución de los problemas externos, la NEP incluyó el establecimiento de una sobretasa a cierto tipo de importaciones, fundamentalmente bienes manufacturados y semimanufacturados, dirigida principalmente a presionar a Japón, pero que en la práctica fue aplicada en forma indiscriminada, sin atender al país de origen de las mercancías.

Paralelamente al establecimiento de la sobretasa, el gobierno de Estados Unidos decidió suspender la convertibilidad del dólar en oro, medida que anunciaba ya la devaluación (de 8.75%) recon-

cida oficialmente el 18 de diciembre de 1971 en el Acuerdo Smithsoniano, en el cual se establecieron nuevos tipos de cambio fijos para las diez monedas más importantes del mundo capitalista.

Finalmente en 1973 sobrevino el desquiciamiento del sistema, cuando los grandes países industriales no pudieron ajustar su política económica a una nueva situación económica mundial, en la cual el relativo deterioro de la hegemonía estadounidense y el aumento de las corrientes de capital, hicieron cada vez más difícil mantener las paridades cambiarias. La preocupación por el problema del equilibrio externo de Estados Unidos, país emisor de la principal moneda de reserva, fue lo que determinó que aparecieran propuestas para reformar el SMI.

Cuando en 1967-1968, la oferta monetaria estadounidense experimentó un fuerte crecimiento, el fenómeno se propagó a los otros países, pues éstos al comprar dólares para defender sus respectivos tipos de cambio, expandieron su oferta monetaria y aceleraron su tasa de inflación. Para bajar ésta y recobrar así su equilibrio interno, los países se vieron obligados a abandonar el sistema de tipos de cambio fijos y permitir la flotación de sus monedas.

Tras la desarticulación del sistema de Bretton Woods a comienzos de los años setenta, se inició un periodo de inestabilidad e improvisación que aún subsiste. Los países económicamente más importantes trataron de compensar las elevadas tasas de inflación adoptando medidas en el terreno monetario. Esta estrategia tuvo éxito en la lucha antinflacionaria, pero engendró desequilibrios que han llevado a la comunidad internacional a la búsqueda de un nuevo Sistema Monetario Internacional, de un nuevo orden.

El paso del sistema de tipos de cambio fijos al de tipos de cambio flexibles, sucedió por la combinación de medidas monetarias y fiscales nacionales mal coordinadas (en especial por la política fiscal expansiva de Estados Unidos determinada por la guerra de Vietnam) y por la existencia de mercados de capital internacionales integrados, que permitieron que por medio de ellos se transmitieran las perturbaciones monetarias nacionales de una economía a otra. La adopción del sistema de tipos de cambio flotantes, no significó el final de la incertidumbre cambiaria ni del hecho de que los diferentes países se vieran afectados por los disturbios monetarios en el exterior.

El régimen de flotación generalizada que sucedió al de Bretton Woods, no dio los resultados esperados: fue ilusoria la idea –tan difundida en los años setenta– de que los tipos de cambio flotantes provocarían ajustes automáticos de la balanza de pagos y darían libertad a los países para enfrentar sus problemas económicos internos. Así, desde los Acuerdos de Jamaica (enero de 1976) –que hicieron oficiales los tipos de cambio flotantes– se sabía con certeza que la inestabilidad cambiaria era el fruto de la inestabilidad del entorno económico.

Efectivamente, en los últimos lustros, nuevas circunstancias económicas han modificado drásticamente las relaciones económicas internacionales.

Cabe citar entre esos fenómenos: las crisis del petróleo (1973 y 1979); también en los años setenta, una inflación de extensión mundial y de mayor magnitud e incidencia que cualquiera anterior; tres recesiones internacionales (1975, 1979-1983, 1991-1993); una disminución relativa de la hegemonía estadounidense; el proceso de globalización que tiene una de sus principales manifestaciones en el mayor peso específico de las grandes corporaciones industriales y financieras transnacionales; la creciente movilidad del capital, derivada de la expansión e integración de los mercados internacionales de capital; la falta de coordinación entre las políticas macroeconómicas de los principales países industriales, y por ende, los grandes desequilibrios entre los mismos; las nuevas formas de integración en el seno de la Unión Europea; la deuda externa que agobia a varios países del Tercer Mundo; la posición adquirida por Estados Unidos a partir de la década de los años ochenta como el mayor deudor neto del mundo y, finalmente, la caída del socialismo en Europa.

Un ambiente tal, propició la especulación e intensificó los disturbios en las relaciones monetarias internacionales, que se han visto caracterizadas por una situación de inestabilidad de las principales divisas, fluctuaciones en las tasas de interés, flujos de capital internacional y problemas de fuga de capitales y de deuda externa.

De ahí la importancia de contar con un sistema monetario internacional eficiente, pues lo que se ha observado hasta ahora es que dicho sistema simplemente se ha ido adaptando, *con retraso*, a

una realidad cambiante, en la que el sector financiero ha adquirido preponderancia al no resultar atractiva la inversión en el sector productivo. Las crisis cada vez más frecuentes en la economía mundial obedecen en parte a la falta de medios para regular o administrar fenómenos tales como la gran movilidad del capital y la continua creación de nuevos instrumentos financieros.

Durante algún tiempo los bancos centrales pudieron manejar la situación; pero desde hace años, ante el proceso de creciente liberalización financiera, la capacidad de esas instituciones –aun actuando conjuntamente– ha sido rebasada, precisamente por el rezago en el establecimiento de mecanismos que les permitan controlar la volatilidad e inestabilidad cambiaria y financiera.

Por ello vale la pena hacer una reevaluación de lo que ha sido, es y tiende a ser el sistema monetario y financiero internacional, así como de sus perspectivas a mediano y largo plazos. Esto es importante para los países desarrollados, pero lo es aún más para las naciones del Tercer Mundo, que por su debilidad están en clara desventaja y sufren de manera más aguda las consecuencias de los desajustes entre los grandes países, en especial entre Estados Unidos, Japón y la República Federal Alemana.

La crisis de la deuda externa acumulada por los países subdesarrollados ilustra esta situación. El sistema de tasas de interés variable, aplicado desde finales de los años setenta, deja a las naciones deudoras expuestas a los aumentos en las tasas de interés; el efecto de éstas se ve reforzado por el comportamiento del dólar. Puesto que gran parte de la deuda de los países subdesarrollados está denominada en esa divisa, su apreciación aumenta el valor real de los pagos de intereses y de la devolución del capital a los acreedores extranjeros.

Al abordar la crisis del Sistema Monetario Internacional, es preciso considerar que los trastornos de orden monetario son una manifestación y no la causa –aunque pueden convertirse en un factor activo– de la crisis por la que atraviesa el mundo capitalista. Tales problemas son precisamente el reflejo de los conflictos y rivalidades existentes entre los grandes países, de la situación económica y política de éstos, de los desajustes en las relaciones económicas internacionales, es decir, en la propia dinámica del sistema económico mundial.

Una vez caracterizado el problema de esta manera, como producto y no como origen de los desajustes en la economía mundial, habiendo comprendido que sus causas van más allá del terreno puramente monetario, se deduce que su solución de ningún modo puede depender exclusivamente de la adopción de medidas monetarias. Evidentemente éstas son de importancia considerable, pero no bastan para hacer frente a problemas de magnitud y complejidad tan grandes.

En consecuencia, deben estar fincadas en otras muchas medidas económicas y sobre todo, es preciso realizar cambios radicales en las políticas interna y externa de los países económicamente más poderosos. El sistema monetario y financiero internacional, como el resto de las relaciones económicas mundiales, gravita sobre los países subdesarrollados, sirviendo como medio por el cual los países industrializados mantienen la explotación del Tercer Mundo.

Por ello se ha considerado la conveniencia de realizar este trabajo, con fines puramente didácticos y de divulgación, para informar a todos los interesados en el tema –especialmente a los estudiantes de licenciatura– y contribuir así a la búsqueda de relaciones internacionales más equitativas.

Debate en torno a los tipos de cambio flotantes

A cinco lustros de los trastornos que afectaron al sistema de Bretton Woods y de la introducción del sistema de flotación cambiaria, la falta de orientación o disciplina en el Sistema Monetario Internacional es objeto de intenso debate, sobre todo a raíz de la celebración del cincuentenario del FMI. El interés en el tema se ha visto intensificado en los últimos años por factores bien conocidos, pero que aquí conviene sintetizar de nuevo.

1. *Los desequilibrios sin precedente de las balanzas en cuenta corriente, sobre todo las de los tres países cuyas economías son las más grandes del mundo: Estados Unidos, Japón y la República Federal Alemana. En este aspecto destaca el cambio de posición de Estados Unidos de país acreedor a deudor.*

2. *La creciente importancia económica de Europa Occidental y Japón.*

3. *La preponderancia del sector financiero, y la resultante de mayor relevancia de los tipos de cambio.*

4. *La inestabilidad cambiaria, prueba de la cual son los frecuentes episodios de subvaluación y sobrevaluación del dólar estadounidense; destacando la sobrevaluación de entre 30 y 50% registrada en la primera mitad de los años ochenta por las políticas macroeconómicas expansionistas adoptadas por Estados Unidos; en el otoño de 1992 y en el primer semestre de 1995 se observó una gran declinación de la divisa estadounidense, seguida en 1996 por una nueva apreciación.*

5. *Derivado de los dos puntos anteriores, creciente papel del marco alemán (DM) y del yen japonés en las transacciones econó-*

micas internacionales, como monedas vehículo y como monedas de reserva.

6. *Las considerables –y en ocasiones inútiles– intervenciones oficiales en los mercados de cambio.*

7. *El proceso de unificación económica, monetaria y política que tiene lugar en la Unión Europea.*

8. *La formación de otros bloques comerciales que algunos especialistas ven como potenciales áreas monetarias.*

9. *El acceso inequitativo de los países subdesarrollados a la liquidez internacional.*

10. *La caída del socialismo en Europa Oriental y en la ex Unión Soviética y sus repercusiones internacionales.*

Los críticos del sistema de tipos de cambio flexibles sostienen que éste se ha caracterizado por la inestabilidad e imprevisibilidad de los mismos y por una grave y frecuente falta de ordenamiento de los que corresponden a las principales monedas. Los grandes desalineamientos en los tipos de cambio han tenido efectos sumamente costosos en la asignación de recursos y en general en los resultados económicos.

Un punto candente en el debate sobre el sistema cambiario es el efecto de la variabilidad en el tipo de cambio sobre el volumen y funcionamiento del comercio internacional. Sucede que la tasa de crecimiento del comercio internacional entre los países industriales, ha declinado más de la mitad desde 1973, fecha en que se hizo oficial el sistema de tipos de cambio flotantes, caracterizado –entre otras cosas– por la descentralización en la toma de decisiones y la consecuente búsqueda por cada país de su propio interés.

Paul de Grauwe realiza un exhaustivo análisis para determinar si este fenómeno puede atribuirse a un incremento en la incertidumbre y variabilidad en los tipos de cambio. Por principio de cuentas, este autor considera que sobre bases teóricas no puede darse como un hecho el que la mayor variabilidad cambiaria lleve a una declinación en la oferta de exportaciones.

Él intenta estimar el efecto de la variación en los tipos de cambio sobre las corrientes comerciales en el caso de los países indus-

triales, manteniendo constantes los otros determinantes de comercio y haciendo a un lado otros acontecimientos ocurridos desde 1973, en particular, los cambios en el precio del petróleo y en los regímenes comerciales, concentrándose además en aquellos efectos de la variabilidad de los tipos de cambio que se prolongan más allá de unos cuantos meses o trimestres.

Con base en una muestra, combinada con las observaciones de dos periodos 1960-1969 y 1973-1984, De Grauwe encuentra que la variabilidad a largo plazo de los tipos de cambio reales contribuyó sólo en cerca de un 20% a la declinación observada en la tasa de crecimiento del comercio internacional entre los países industriales. Otros factores influyeron más en dicho fenómeno: la declinación en la tasa de crecimiento de la producción (responsable en un 50%), y el ritmo más lento en el proceso de integración comercial en el mundo industrial entre 1970 y principios de los años ochenta (responsable del restante 30 por ciento).¹

Indudablemente, los tipos de cambio son mucho más inestables que bajo el régimen de tipos de cambio fijos; la "banda" del sistema de Bretton Woods (apenas de 1% a uno y otro lado) fue un elemento moderador de las alteraciones en los tipos de cambio reales. En los años setenta y sobre todo a partir de los ochenta, la volatilidad de las tasas cambiarias entre las principales divisas se ha acrecentado marcadamente.

Tales desajustes han obedecido a la evolución desfavorable de la economía mundial y a la ineficaz supervisión ejercida por el Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre los grandes países industriales, que redundan en una asimetría del ajuste internacional. Es esta situación la que ha dado lugar a la mala asignación de recursos, al fomento del proteccionismo y a la ampliación de los desequilibrios en las balanzas de pagos, en proporciones que ponen en peligro el crecimiento económico mundial y la estabilidad financiera.

Sin dejar de reconocer estas fallas, los defensores del sistema de flotación sostienen que la inestabilidad y falta de ordenamien-

¹ Paul de Grauwe, "Exchange Rate Variability and Slow Growth of Trade", en Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein, *Functioning of the International Monetary System*, FMI, Washington, 1996, pp. 508-528.

to han sido consecuencia de una política económica internacional desacertada y mal coordinada, fundamentalmente de las políticas monetarias y fiscales, y que en el marco del sistema de tipos de cambio fijos también se producían desajustes y se sobrepasaban las metas cambiarias establecidas para las principales monedas.

El crecimiento económico registrado por los países industriales en los años setenta y ochenta se compara negativamente respecto del que caracterizó los años que van de 1950 a 1970. Además, en el primer periodo señalado el desempleo aumentó y la productividad del trabajo disminuyó. Pero la coincidencia de estos fenómenos con la adopción del sistema de flotación, no implica una relación de causa-efecto. Más bien puede atribuirse a cambios estructurales, ajenos a la evolución cambiaria: las crisis del petróleo, las prácticas restrictivas en el mercado de trabajo y la migración laboral hacia los países industriales. Aun en los años de éxito del Sistema Monetario Europeo –que se caracteriza por tipos de cambio fijos, aunque ajustables– hubo pocos avances en la creación de empleos y en la productividad del trabajo.

En un análisis efectuado en 1984 por el Departamento de Estudios del FMI, se concluye que la variación a corto plazo de los tipos de cambio nominales de las siete monedas principales en el marco del sistema de flotación, fue unas seis veces mayor que durante el último decenio de paridades fijas. Sin embargo, no existen pruebas de que otro sistema cambiario hubiera permitido eliminar o reducir esos graves desajustes.²

Los defensores de la flotación –como Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein– sostienen que ésta ha traído ventajas tales como: contribuir al ajuste de la balanza de pagos a mediano y largo plazos y facilitar la eliminación de ciertas restricciones al comercio internacional y a las corrientes de capital. El crecimiento del comercio mundial y de la inversión extranjera directa no ha sido impedido ni por la volatilidad ni por la gran falta de alineación en los tipos de cambio.³ Además, al permitir una mayor independencia en la aplica-

² Morris Goldstein, "The System of Floating Exchange Rates: Review and Assessment", en *Strengthening the International Monetary System; Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators*, Occasional Paper, núm. 50, FMI, Washington, febrero de 1987.

³ Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein, "A Guide to Target Zones", en *Staff Papers*, publicación trimestral del FMI, vol. 33, núm. 4, diciembre de 1987, pp. 633-673. Al

ción de la política monetaria, el sistema ha facilitado la aplicación de la política deflacionaria.

Con el sistema de flotación se esperaba que los bancos centrales ya no se vieran obligados a intervenir en el mercado de divisas para sostener el tipo de cambio; siendo así, cada país podría aplicar una política monetaria independiente para alcanzar tanto el equilibrio interno como el externo.⁴ Además, ningún país se vería forzado a importar inflación o deflación.

Asimismo, se esperaba acabar con las asimetrías inherentes al sistema de Bretton Woods, esto es, con el hecho de que Estados Unidos determinara las condiciones monetarias mundiales. Más aún, se esperaba que los tipos de cambio flotantes actuaran como estabilizadores automáticos para mantener el equilibrio interno y externo, dando fin a la especulación que precedió a la caída del sistema de tipos de cambio fijos.

Precisamente la autonomía de la política monetaria es señalada como negativa por los críticos de los tipos de cambio flexibles, pues ha permitido a los países actuar de manera unilateral atendiendo únicamente a sus objetivos internos, sin considerar los intereses de la comunidad internacional.

En cuanto a la asimetría, ésta ha continuado e incluso se ha ampliado. Respecto al objetivo de acabar con la especulación, lo que se ha visto es exactamente lo contrario.

Se arguye también que la flotación permite políticas fiscales desequilibradas, como por ejemplo, el déficit presupuestario estadounidense desde los años ochenta; los defensores de los tipos de cambio flexibles contrargumentan que en los sesenta, bajo la administración de Lyndon Johnson –cuando todavía existían los tipos de cambio fijos– también se dio una política fiscal expansionista –por la escalada militar en Vietnam y por los programas de la

respecto véase también Richard C. Marston, "Reconsideraciones de las políticas sobre el tipo de cambio", en *Perspectivas Económicas*, revista trimestral de la economía mundial, núm. 62, 1988/1, pp. 11-15.

⁴El equilibrio interno se refiere al logro del pleno empleo y la estabilidad de precios; el equilibrio externo, a evitar excesivos desequilibrios en los pagos internacionales (ni tan negativo que un país no pueda pagar su deuda externa, ni tan positivo que sean los otros países los que estén en esa situación).

“gran sociedad”-, a la que incluso se atribuye en buena medida el derrumbe del sistema de Bretton Woods.

Respecto a sus efectos sobre el comercio, C. Fred Bergsten disiente de la posición de Frenkel y Goldstein, al afirmar que la flotación no ha alcanzado su propósito de preservar mercados abiertos para el comercio mundial.⁵ Esto porque la sobrevaluación de las monedas engendra controles sobre las importaciones, los cuales a menudo persisten aun después de haber sido corregida dicha sobrevaloración; al mismo tiempo, la subvaluación engendra proteccionismo, ya que provoca niveles artificiales de exportación que más tarde conducen forzosamente a peticiones de protección, cuando ya ha desaparecido dicha subvaluación. Estos continuos yerros por exceso o por defecto en condiciones de flotación incontrolada, pueden intensificar las presiones proteccionistas, amenazando el sistema comercial del mundo.

Los flujos comerciales se han ido circunscribiendo crecientemente, en tanto que los flujos de capital se han liberalizado cada vez más; la eliminación progresiva de los controles a los movimientos de capital, estimuló el rápido crecimiento del sector financiero internacional y permitió a los países realizar mayores ganancias en el comercio intertemporal.⁶ En ausencia de cualquier contrapeso en el sistema, el volumen muchísimo mayor de los movimientos de capital puede apartar a los tipos de cambio de sus niveles de equilibrio en términos de flujos de comercio e incrementar las presiones proteccionistas. La única manera de mantener relativa libertad para los flujos tanto de comercio como de capital, consiste en mejorar el SMI a fin de evitar desalineamientos considerables.⁷

⁵C. Fred Bergsten, “Reestructuración del Sistema Monetario Internacional”, en *Perspectivas Económicas*, revista trimestral de la economía mundial, núm. 63. 1988/2, pp. 27-41. Es director y fundador del Instituto de Economía Internacional; de 1977 a 1981 fue Secretario Adjunto de Asuntos Internacionales del Tesoro de Estados Unidos. Es autor de numerosos libros y artículos sobre cuestiones de economía internacional, entre los que se cuentan: *The United States-Japan Economic Problem* y *Bank Lending to Developing Countries: the Policy Alternatives*.

⁶Se define como tal el intercambio de bienes y servicios presentes por bienes y servicios futuros. Por ejemplo, las operaciones financieras internacionales, como los préstamos, no son el intercambio de un bien por otro simultáneamente, sino de bienes de hoy por bienes en el futuro.

⁷Bergstein, *ibidem*.

En cualquier caso, Frenkel y Goldstein hacen notar que ningún régimen cambiario habría resistido el conjunto de perturbaciones, variaciones de cartera y cambios estructurales e institucionales que se han producido en el periodo de flotación regulada.⁸

Coincidiendo con lo anterior, Edward M. Bernstein⁹ señala que la evolución que siguió al quebranto sufrido por los principios de Bretton Woods hizo imposible restablecer el sistema de paridades debido a la inflación mundial, la distorsión de los pagos internacionales, la magnitud de los flujos de capital y el desajuste de los tipos de cambio. En semejantes condiciones habría sido imposible que los países aceptaran efectuar las grandes transferencias de reservas que se habrían requerido para mantener la estabilidad de los tipos de cambio. No era necesario, sin embargo, que el dólar experimentara fluctuaciones tan pronunciadas frente a las demás monedas.

La posición del Grupo de los diez (G-10)¹⁰ en relación con el SMI era que pese a las deficiencias de éste, su estructura básica seguía siendo válida y no requería cambios institucionales de envergadura. Así lo manifestó dicho grupo en el comunicado de prensa de la reunión ministerial celebrada en Roma (19 de mayo de 1984) y lo ratificó un año después en su reunión de Tokio (21 de junio de 1985). Señalaron que la flexibilidad del sistema de tipos de cambio flotantes ha contribuido al mantenimiento del comercio y los pagos internacionales y al proceso de ajuste en un medio económico mundial difícil. Bastaría con adoptar algunas medidas para sentar las bases de una mayor estabilidad de los mercados cambiario y financiero.

⁸Los bancos centrales intervienen frecuentemente en el mercado de divisas para influir en los tipos de cambio; de este modo, pese a que bajo el sistema de flotación éstos no son fijados por el gobierno, tampoco fluctúan libremente. Por ello a tal sistema se le califica de "flotación sucia", aunque en realidad no existe la "flotación limpia", pues las políticas gubernamentales influyen en el tipo de cambio, y casi siempre las mismas se aplican considerando sus efectos en éste.

⁹Edward M. Bernstein, "Alocución sobre el FMI", Reunión Conmemorativa del 40 aniversario del FMI y del Banco Mundial, *Boletín del FMI*, vol. 13, núm. 19, Washington, 5 de noviembre de 1984, p. 330. Edward M. Bernstein fue miembro de la delegación estadounidense en la Conferencia de Bretton Woods en 1944.

¹⁰Grupo de los cinco: Estados Unidos, Alemania, Japón, Reino Unido y Francia; Grupo de los siete: el G-5 más Italia y Canadá; G-10: el G-7 más Bélgica, Países Bajos y Suecia.

Del mismo tenor es el *Informe del G-10 sobre el SMI*, entregado en 1985, en el cual se insiste en que la flexibilidad de los tipos de cambio ha contribuido al ajuste externo y el sistema ha resistido el efecto de los disturbios mejor que cualquier otro mecanismo posible.¹¹ La flexibilidad cambiaria ha facilitado la desinflación que han tratado de llevar a cabo los países en un esfuerzo por proteger los precios internos de las perturbaciones inflacionarias de origen externo.

Entre las fallas del sistema señaladas en ese Informe están las políticas económicas inadecuadas y los resultados económicos divergentes que han contribuido a la inestabilidad a corto plazo de los tipos de cambio, así como a las grandes fluctuaciones a mediano plazo de los tipos de cambio reales.¹²

En el mismo documento se considera que el mejoramiento del SMI podría alcanzarse mediante una mayor compatibilidad de las políticas económicas de los países miembros del Fondo. Esta compatibilidad debe lograrse mediante una estrecha y continua cooperación entre ellos, que implica el compromiso de adoptar una política económica interna estable y la disposición a dar mayor importancia a las cuestiones internacionales en la elaboración de las políticas económicas internas.

A diferencia de la defensa que los países desarrollados realizan del sistema de tipos de cambio flotantes, el Grupo de los veinticuatro (G-24)¹³ en un Informe paralelo al del G-10, considera que dicho sistema ha ocasionado una gran inestabilidad a corto plazo y un desajuste de los tipos de cambio, factores que a su vez han creado un clima de incertidumbre con respecto al futuro de esos tipos de cambio y han dado lugar a una reducción de la inversión y del comercio exterior y a una asignación inadecuada de recursos.¹⁴ Esto ha perjudicado sobre todo a los subdesarrollados, ya que ha repercutido gravemente en sus intercambios comerciales y ha incrementado sus necesidades de reservas.

¹¹ "Informe de los suplentes del G-10 acerca de su estudio sobre el Sistema Monetario Internacional", en *Suplemento del Boletín del FMI*, vol. 14, Washington, julio de 1985, 16 pp.

¹² El tipo de cambio real es el precio de los bienes y servicios de un país, en relación con los de los otros países. El tipo de cambio nominal es el precio relativo de dos monedas.

¹³ Integran el Grupo de los veinticuatro, otras tantas naciones que representan al Tercer Mundo: ocho por África, ocho por América Latina y ocho por Asia.

¹⁴ Frenkel y Goldstein, *op. cit.*

El G-24 concluye en su Informe, entre otras cosas, que en vista de que el sistema de tipos de cambio flotantes no ha dado resultados satisfactorios, como lo demuestran la inestabilidad y el desajuste cambiarios, entre las mejoras que cabría considerar figura el *establecimiento de zonas meta (ZM)* para los tipos de cambio de las principales monedas, la coordinación de políticas económicas entre los países industriales, la intervención en el mercado de divisas y la creación de un mecanismo mediante el cual se establezcan consultas cuando los indicadores de las principales variables económicas reflejen una inestabilidad excesiva o un desajuste de los tipos de cambio.

Como al paso de los años poco se avanzaba en tal sentido, en la Asamblea Anual del FMI correspondiente a 1988, el G-24 reiteró su exhortación para el establecimiento de un Comité de Ministros en el que estuvieran representados los subdesarrollados y los industrializados, el cual estudiara la forma de mejorar el funcionamiento del SMI. Pero tampoco esta petición tuvo eco.

Desde entonces, numerosos economistas y responsables de la política económica han estado proponiendo nuevos acuerdos internacionales, con el fin de crear algún sistema de tipos de cambio más estable. *Grosso modo*, puede decirse que las investigaciones surgidas en torno al funcionamiento de los mercados de divisas, plantean para alcanzar una mayor estabilidad y una mayor disciplina cambiaria en una perspectiva a largo plazo, recurrir a alguna de estas tres opciones: 1. *Zonas meta para las relaciones dólar-yen y dólar-DM*; 2. *Coordinación de las políticas macroeconómicas entre el G-7 y en especial entre Estados Unidos, Alemania y Japón*, y 3. *Regreso a las paridades fijas*. Este último punto, con muy escaso apoyo, ha sido prácticamente desechado por irrealizable.

El relativamente buen desempeño del Sistema Monetario Europeo (SME), antes de la crisis de 1992-1993, añadió ímpetu a las propuestas de sistemas menos flexibles. La variabilidad cambiaria de la magnitud experimentada en los últimos veinticinco años, ha acarreado tantos problemas que se justifica el cambio a un sistema más rígido –o siquiera menos flexible– en los tipos de cambio nominales. Sin embargo, los especialistas aún distan mucho de llegar a un acuerdo sobre las características del sistema deseado.

● Zonas meta

El enfoque de *zonas meta*, *zonas objetivo* o *zonas de referencia* (ZM) para los tipos de cambio, consistiría en un sistema intermedio entre el régimen de tipos de cambio fijos respecto de la moneda de un país industrial importante (generalmente el dólar), y el de tipos de cambio flexibles. Como se recordará, en el sistema de Bretton Woods, las autoridades estaban comprometidas a intervenir en el mercado de divisas siempre que el tipo de cambio rebasara una banda de 1% a uno u otro lado de su valor a la par frente al dólar. El sistema de zonas meta definiría también una banda dentro de la cual los tipos de cambio podrían oscilar, pero los márgenes serían mucho más amplios, permitiendo fluctuaciones considerables del tipo de cambio.

Una diferencia fundamental entre los tipos de cambio fijos y las ZM sería que en este último caso no se requeriría que las autoridades se comprometieran a comprar o vender divisas dentro de las bandas establecidas, sino más bien a *aplicar políticas económicas compatibles* con un tipo de cambio determinado por el mercado que estuviera dentro de las bandas.

Entre los dos regímenes hay un área que puede denominarse de tipos de cambio "algo flexibles", esto es, puede hacerse una distinción entre un sistema de flotación en el cual los países decidan tratar el tipo de cambio como un precio determinado por el mercado, sobre el cual no desean ejercer una influencia directa, y un sistema menos puro, pero todavía flexible, en el cual las autoridades quieren influir, aunque no necesariamente estableciendo el tipo de cambio. Algunos autores¹⁵ prefieren el término de "algo flexibles" al utilizado por otros de "flotación manejada o administrada", porque esto último tiene la connotación de administrada mediante la intervención en los mercados cambiarios. La connotación que se busca con "algo flexibles" es la de *un manejo que se lleva a cabo principalmente por medio del ajuste de las políticas financieras internas*.

¹⁵James M. Boughton, "Policy Assignment with Somewhat Flexible Exchange Rates", en Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein (comps.), *Functioning of the International Monetary System*, FMI, Washington, 1996, pp. 466-490.

Las propuestas de creación de ZM varían desde una versión "moderada" en la cual se prevén zonas amplias y sujetas a frecuentes revisiones, que se mantienen con carácter confidencial, a una versión "estricta" en la cual se prevén zonas muy limitadas, que no están sujetas a revisiones frecuentes y que se anuncian públicamente. La versión moderada es, en muchos aspectos, similar al sistema de flotación regulada vigente desde 1985.¹⁶ Sin embargo, a diferencia del actual sistema, en un régimen de ZM moderado, las autoridades de cada país participante establecerían una zona para su tipo de cambio en un periodo futuro y aplicarían la política monetaria que consideraran ayudaría a mantener el tipo de cambio real dentro de la ZM. La versión estricta, en cambio, se asemeja a un vínculo ajustable.

La cuestión de si es aconsejable avanzar a un sistema de ZM -establecidas pero no permanentemente fijas- para los tipos de cambio, o seguir con el sistema de tipos de cambio flexibles, se discutió desde 1986 en la Conferencia del American Enterprise Institute.¹⁷

La mayoría de los estudiosos del tema consideran conveniente la coordinación de las políticas macroeconómicas, no así el establecer ZM.

Los defensores de estas últimas arguyen que tales metas ayudarían a forzar la coordinación de medidas, en tanto que sus oponentes sostienen que es difícil establecer cuáles son los tipos de cambio de equilibrio,¹⁸ y suponiendo que se llegara a determinarlos, sería casi imposible presionar a los responsables de la política económica para que los mantuvieran cuando se presentara un conflicto entre los objetivos de la política económica interna (pleno

¹⁶Frenkel y Goldstein, *op. cit.*

¹⁷Los trabajos allí presentados se recogen en John H. Makin (comp.), *Exchange Rate Targets: Desirable or Disastrous?*, American Enterprise Institute for Public Research, Washington, 1986, 61 pp.

¹⁸El mercado de divisas está en equilibrio cuando los participantes en el mismo desean mantener como activos la oferta existente de depósitos denominados en cualquier divisa. Esto es, el tipo de cambio de equilibrio es aquel que iguala la oferta y la demanda de depósitos en todas las divisas; se da esta situación cuando todos los depósitos, al margen de su denominación, ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada. De esta definición se deduce que efectivamente resulta muy difícil determinar los tipos de cambio de equilibrio.

empleo y estabilidad de precios) y los objetivos externos (evitar excesivos desequilibrios en los pagos internacionales), amén de la dificultad que en muchos casos implica discernir la línea divisoria entre objetivos internos y externos.

El logro del equilibrio externo depende de un conjunto de factores que incluyen el régimen de tipos de cambio y las condiciones de la economía mundial. Como la política económica de cada uno de los diferentes países repercute en los demás, la capacidad de un país para alcanzar el equilibrio interno y externo depende de las políticas económicas adoptadas en el exterior.

Uno de los principales partidarios del sistema de ZM, es C. Fred Bergsten. Él considera que las reuniones del G-7, del G-10 y otras similares, han traído como resultado la convergencia económica, fruto de la cual han sido la inflación más baja y las tasas de crecimiento alcanzadas en la segunda mitad de los años ochenta por los principales países industriales. Sin embargo, no se hizo realidad la promesa formulada por el G-7 en la Cumbre de Versalles (1982) y en las subsecuentes Cumbres, en el sentido de que la convergencia económica produciría estabilidad monetaria, y por ende un cierto equilibrio en las balanzas de pagos de los principales países. Las intervenciones directas de los bancos centrales y gobiernos no han ayudado de manera suficiente a corregir la posición externa de Estados Unidos.¹⁹

El régimen de flexibilidad no controlada de los tipos de cambio²⁰ no ha tenido un efecto favorable en la política económica de los países y sobre todo ha permitido enormes, frecuentes y extremadamente costosos desajustes de los tipos de cambio, de los cuales la sobrevaluación del dólar –más de 40% al alcanzar su cima– a principios de 1985 y su subvaluación en 1995, constituyen los ejemplos más dramáticos y costosos de la historia moderna.²¹

¹⁹Véase C. Fred Bergsten, "Stabilizing the International Monetary System: The Case for Target Zones", en John Makin (comp.), *op. cit.*

²⁰Se considera así el periodo que va de la oficialización de los tipos de cambio en 1973 al Acuerdo Plaza (1985), el cual será analizado más adelante.

²¹Existen dos clases de variabilidad de los tipos de cambio: a) la volatilidad que consiste en la variabilidad de un día a otro, o de un mes a otro, lo cual es una característica de los precios de cualquier activo, y b) la desalineación, que es la desviación persistente respecto de su nivel competitivo a largo plazo. La desalineación es un problema más importante que la volatilidad, porque los cambios prolongados que se registran en

Se afirma esto porque las devaluaciones del dólar que tuvieron lugar en diciembre de 1971 y febrero de 1973 sumaron menos del 20% y ello bastó para que se deteriorara seriamente el sistema de Bretton Woods. Siendo así, la desalineación del dólar, del doble de esa magnitud alcanzada en marzo de 1985, constituye –en palabras de Bergsten– “una acusación contra el sistema monetario actual” y es preciso, por tanto, buscar alternativas.²² Este autor opina que los desequilibrios comerciales y financieros desencadenados por los desajustes del dólar fueron la causa primordial de la caída del mercado de bonos a principios de 1987 y del desplome del mercado de valores en octubre de ese mismo año.

Desde 1971, como resultado de la carencia de un SMI eficiente, la flotación desenfrenada ha permitido los desajustes de los tipos de cambio y ha hecho posible que Estados Unidos, Japón y la RFA llevaran adelante políticas económicas diametralmente opuestas, provocando desalineamientos monetarios que han traído consigo importantes desequilibrios externos.

Esos desequilibrios en gran escala y las dificultades que supone eliminarlos, ponen de manifiesto la necesidad de una cooperación internacional más estrecha con vistas al establecimiento de un SMI eficaz.

Teóricamente, o de una manera ideal, el SMI –definido como los acuerdos monetarios y sobre tipos de cambio adoptados internacionalmente– debe facilitar el desarrollo económico y fomentar el crecimiento equilibrado del comercio internacional, la estabilidad financiera, la asignación eficiente de los recursos mundiales, incluido el ahorro mundial, en condiciones no inflacionarias o de inflación moderada. Es evidente que el actual sistema no brinda respaldo a la liberalización del sistema comercial, ni ha contribuido de manera importante a afianzar los programas económicos nacionales compatibles con un crecimiento económico internacional estable.

La reforma del SMI no puede reducirse a un problema de medidas relativas al tipo de cambio o a los activos de reserva, sino que

la competitividad internacional pueden imponer un mayor costo sobre las economías en las que se producen tantos bienes comerciables. Si se desea profundizar en el tema, consúltese Richard C. Marston, *op. cit.*

²²Bergsten, “Stabilizing the International...”, *op. cit.*, p. 4.

debe estimular mecanismos de comercio y pagos que produzcan una economía abierta y en expansión.

Ningún sistema fuerza a los países a alterar básicamente su política económica, pero es obvio que particularmente los más poderosos, tienen que considerar los efectos en el exterior de las medidas adoptadas internamente, al menos por los efectos posteriores que tendrán sobre ellos mismos. Los gobiernos deben considerar la compatibilidad de sus políticas con las de sus socios comerciales, pues en el mundo interdependiente de hoy, las medidas nacionales tomadas aisladamente, incluso por Estados Unidos, no son sostenibles.

De no tenerse en cuenta las repercusiones internacionales de las medidas adoptadas, habría que depender excesivamente de los ajustes en los tipos de cambio, lo que podría alentar aún más las presiones proteccionistas.

Jacob A. Frenkel, opositor a las ZM, señala que para el establecimiento de éstas, se requeriría acuerdo sobre:

1. El valor aproximado del tipo de cambio de equilibrio.
2. Los límites de las zonas.
3. Las acciones a tomar cuando se alcancen dichos límites.

Tal acuerdo es prácticamente imposible de alcanzar en las actuales circunstancias. Difícilmente un país aceptará cargar con el peso del ajuste, y tampoco es fácil decidir qué política aplicar: la monetaria, la fiscal, la de gasto público, etcétera.

Esto lleva de nuevo a que el problema no radica en la estructura formal del SMI sino en la combinación de políticas macroeconómicas erróneas (especialmente la falta de sincronización de las políticas fiscales en los principales países industriales), así como en la crisis general del sistema, en los conflictos de intereses entre los países económicamente más poderosos, en el problema de la deuda externa que agobia a muchos países del Tercer Mundo, etc. Reformar el SMI sin modificar el marco en el que se dan actualmente las relaciones económicas internacionales no dará resultado, pues la adopción de ZM no favorecerá la aplicación de medidas económicas más adecuadas.

En opinión de Frenkel,²³ las ZM basadas sólo en el instrumento de la política monetaria no serían capaces de mantener los tipos de cambio efectivos reales dentro de las bandas. En cambio la política fiscal –en particular las variaciones en el gasto gubernamental– sí puede influir en la producción, en los tipos de cambio y en la balanza en cuenta corriente. Pero dicha política tiene el inconveniente de no ser lo suficientemente flexible como para reaccionar inmediatamente ante los *shocks*. Puede verse restringida por perseguir el objetivo de disminuir el déficit presupuestario, por el deseo de reducir la importancia del gobierno en la economía, por estímulos a la producción, por la política seguida en materia de salarios, etc. Además, modificar la política fiscal conlleva un proceso político muy largo.

Vito Tanzi considera que la adopción de ZM sería aceptable si se abarcaran todas las políticas macroeconómicas, incluyendo en particular las políticas fiscales. Pero las actuales divergencias entre las políticas fiscales internacionales sugieren que es poco probable alcanzar un acuerdo sobre una reforma al respecto. Siendo así, la mayor parte de la carga caería sobre los instrumentos de política monetaria. En la medida en que las políticas fiscales están desalineadas, establecer exitosamente ZM para los tipos de cambio, utilizando para ello políticas monetarias, exacerbaría las desviaciones de la combinación óptima de políticas fiscales y monetarias y sería demasiado costosa para el sistema económico en su conjunto.²⁴

En el Informe del Banco de Pagos Internacionales (BPI) correspondiente a 1986 se encuentran también opiniones poco optimistas respecto a la idea de fijar ZM como una forma de lograr la estabilidad cambiaria. Se observa que crear esas zonas, ante los considerables desequilibrios de pagos entre los grandes países industriales, representa un grave riesgo, ya que si las autoridades no pueden cumplir su compromiso –implícito o explícito– de mantener el tipo de cambio dentro de cierta zona, la inestabilidad en el mercado de divisas podría verse exacerbada. En consecuencia, sostiene

²³Jacob A. Frenkel, Morris Goldstein y Paul R. Masson, "Simulating Effects of Coordinated Versus Uncordinated Policy Rules", en *Functioning...*, op. cit., pp. 147-187.

²⁴Vito Tanzi, "International Coordination of Fiscal Policies", en *Functioning...*, op. cit., pp. 83-117.

el BPI, la única posibilidad realista de lograr tipos de cambio estables es adoptar un enfoque gradual, que incluya la intervención en el mercado de divisas y medidas de política económica explícitas y coordinadas.

Así pues, si se quiere que el sistema funcione con mayor eficacia, es necesario algún grado de cooperación para establecer la orientación general de las medidas económicas, lo que exigirá cierto sacrificio de la autonomía de los estados soberanos. Los países deben tener en cuenta que su política interna tiene repercusión internacional y que no pueden estar al abrigo de los efectos de la política de otros países.

Las administraciones de Nixon y Carter, y sobre todo la de Ronald Reagan y la de quienes le han seguido en la presidencia de Estados Unidos, al diseñar sus medidas económicas internas, ignoraron las repercusiones de ellas en el exterior o pretendieron que el mundo se amoldara a lo que ellos tenían en mente.

Esto lo ha podido hacer Estados Unidos porque puede exportar sus problemas –al menos por un tiempo– en virtud de las dimensiones de su economía y del destacado papel que sigue desempeñando el dólar. Pero desde hace muchos años ese país registra elevados déficit comerciales (159 490 millones de dólares en 1987, aunque a partir de entonces han descendido sensiblemente) y de ser acreedor neto ha pasado a ser deudor neto.

De una u otra manera, Estados Unidos se enfrenta al problema de tener que corregir su desequilibrio externo, y el efecto que esto tendrá en Japón, Europa occidental, Canadá y los países subdesarrollados será "...uno de los más serios, difíciles y políticamente peligrosos acontecimientos de la economía mundial..."²⁵

● Coordinación de la política económica

A diferencia de algunos autores que consideran que la manera de avanzar sería centrarse en los tipos de cambio y a partir de allí tomar las medidas macroeconómicas necesarias, Jacob A. Frenkel y otros sostienen que habría que *reformar la política macroeconó-*

²⁵ Bergsten, "Stabilizing...", *op. cit.*

*mica, incluyendo desde luego las medidas monetarias y fiscales, no sólo una serie específica de medidas centradas en el tipo de cambio.*²⁶ Este experto desde luego reconoce que los tipos de cambio flexibles han sido altamente volátiles y las modificaciones en los mismos han sido impredecibles, pues han estado estrechamente ligadas a diferencias entre las tasas nacionales de inflación.

Pero según Frenkel, no es esto lo que provoca resultados económicos insatisfactorios. Por el contrario, tales dificultades son el resultado de aplicar medidas macroeconómicas deficientes o inadecuadas. En otras palabras, aunque se intenta responsabilizar al SMI de los problemas de la economía mundial, Frenkel insiste en culpar a la *desacertada e incoherente combinación de políticas económicas nacionales*. Para influir sobre los tipos de cambio puede utilizarse una amplia variedad de herramientas de política económica: la monetaria, la fiscal, la comercial, para mencionar sólo algunas de ellas. Por eso los gobiernos deben procurar, ante todo, crear un entorno macroeconómico estable.

El origen de la volatilidad y de los desalineamientos en los tipos de cambio de los principales países está, sobre todo, en la falta de sincronización de la política fiscal en esos países.²⁷ En tales circunstancias, reformar el SMI sin modificar esas políticas no tendrá efecto alguno. La estabilidad de los tipos de cambio no puede lograrse adoptando medidas estrictas de gestión cambiaria encaminadas a mantener aquéllos a niveles incompatibles con la realidad económica. Consecuentemente, el éxito de un nuevo arreglo monetario depende de la adopción de una serie congruente de instrumentos de política económica. Sin ello es inútil pretender reformar el SMI, ya que no existe un régimen cambiario que pueda proteger de los efectos de una mala política económica.

Los tipos de cambio no tienen "vida propia" sino que están relacionados con las variables económicas fundamentales; siendo así, no tiene sentido manipular aquéllos mediante intervenciones,

²⁶Jacob A. Frenkel, "Seeking a Solution Through Policy Coordination", en John H. Makin (comp.), *op. cit.* Véase también Johnson Thomas S., "Toward Foreign Exchange Rate Stability", *op. cit.*

²⁷Jacob A. Frenkel, "Should the International Monetary System Be Reformed?", en *Functioning...*, *op. cit.*, pp. 499-507.

y culpar al SMI de la volatilidad de los mismos y de la consecuente imposibilidad de predecirlos.²⁸ Las subyacentes políticas económicas, especialmente los déficit estadounidenses, son la causa real de los problemas.

Por su parte, Thomas S. Johnson, presidente y director de Chemical New York Corp., sostiene que: "debemos dedicar nuestra energía a resolver los problemas fundamentales que enfrenta la economía mundial, en vez de tronarnos los dedos acerca de los tipos de cambio".²⁹

Coincidiendo con lo anterior, Manuel H. Johnson expresa de manera más elegante que lo ideal sería

...un régimen en el cual la mezcla de medidas monetarias y fiscales dentro de cada país y la combinación de tales medidas fuera de ellos, estuviera bien armonizada, en el cual los grandes *shocks* fueran raros: un mundo en el cual no tuviéramos que preocuparnos mucho acerca de la naturaleza del régimen de tipos de cambio.³⁰

En lugar de lamentar las desviaciones de los tipos de cambio con respecto de las tendencias tradicionales –los flujos comerciales, por ejemplo– M.H. Johnson sugiere que sea tomado en cuenta todo lo que influye en el mercado: comercio, diferenciales en las tasas nacionales de ahorro e inversión, diferenciales en las tasas de interés, condiciones de endeudamiento de los países, competencia de intereses entre los principales países industriales, percepciones políticas, etc. Todo esto constituye una información crucial que es proporcionada constantemente por el mercado, y son datos útiles para los responsables de la política económica a efecto de orientar las medidas monetarias hacia los objetivos que se persiguen.

Abundando sobre el tema, John H. Makin opina que: "Es la realidad política la que determina el grado de coordinación de la po-

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Thomas S. Johnson, Trabajo presentado en la VIII Conferencia internacional sobre asuntos monetarios y comerciales, patrocinada por el Global Interdependence Center (GIC), Filadelfia, Estados Unidos, del 14 al 16 de junio de 1987.

³⁰ Manuel H. Johnson, "Exchange Rates in a World of Competing Interests", en John H. Makin (comp.), *op. cit.*, p. 24.

lítica macroeconómica y monetaria. En consecuencia, no tiene gran importancia que los tipos de cambio sean fijos o flexibles.³¹

El problema básico que se plantea entonces, según este autor, es el de establecer una adecuada política macroeconómica; es ésta la que necesita ser reformada y no las normas relativas al tipo de cambio, pues los problemas no han surgido por fallas en el SMI.

Estados Unidos debe adoptar las difíciles pero necesarias medidas para bajar su déficit presupuestario, alentando el ahorro nacional para que fluya al sector privado. Los que deciden la política económica en Alemania Federal y en Japón, particularmente, necesitan poner en vigor medidas diseñadas para estimular la demanda interna, a fin de equilibrar ahorros e inversiones en sus economías.

En diferentes reuniones, los principales países han acordado recurrir a la intervención oficial en los mercados de cambio siempre que sea necesario; tal intervención consiste en la compra y venta de divisas por parte de los bancos centrales, con el fin de intentar moderar las variaciones del respectivo tipo de cambio, sin mantenerlo rígido.

Al respecto, Frenkel señala que en ocasiones una intervención moderada basta para modificar la evolución del tipo de cambio, pero otras veces, incluso una intervención considerable no es capaz de mantener el tipo de cambio. Esto se debe a que lo importante no es la intervención en sí, sino que ésta lleve implícito el compromiso de adoptar políticas macroeconómicas adecuadas, las cuales reducirían al mínimo la necesidad de intervención. Ésta puede en ocasiones ser determinante, pero existen otros factores; concretamente, la adopción de medidas apropiadas. Por tanto, en opinión de Frenkel, lo fundamental es determinar en qué medida la intervención contribuiría a una mejor ejecución de la política fiscal, monetaria y estructural.³²

En los últimos años, los hechos han demostrado que un banco central –o incluso un grupo de bancos centrales– no es capaz de

³¹John H. Makin, "Fixed or Flexible Exchange Rates: Does It Matter?", en John H. Makin (comp.), *op. cit.*, p. 40.

³²Jacob A. Frenkel, Trabajo presentado en las reuniones anuales de la Allied Social Science Association (ASSA), Nueva York, del 28 al 30 de diciembre de 1988.

defender una moneda y contener su depreciación (o apreciación) mediante intervenciones en el mercado de cambios. Esto, porque la presión de la venta –o compra– especulativa es demasiado fuerte para ser contrarrestada por las acciones oficiales. Resulta en verdad difícil influir sobre los tipos de cambio en un mercado en el que los bancos centrales de los principales países no poseen las suficientes reservas –ni siquiera actuando en grupo– para intervenir de manera efectiva en los mercados de cambio.³³ A largo plazo, los tipos de cambio reflejan las medidas monetarias y fiscales, no el resultado de las intervenciones.

Las condiciones económicas del mundo industrial en los últimos años, no han favorecido la estabilidad cambiaria, y son esas condiciones las que deben ser modificadas con el fin de lograr la anhelada estabilidad. Es fácil sentirse tentado a pensar que alguna nueva forma de arreglo monetario internacional aliviaría los actuales desequilibrios en la economía internacional, pero desafortunadamente no es así.

En suma, la variabilidad y desajuste de los tipos de cambio de las principales monedas, en especial a partir de 1980, hicieron que se acentuaran las dificultades en el funcionamiento del SMI. Un sistema estable de tipos de cambio, sencillamente es inalcanzable –sea con tipos de cambio fijos o flexibles– salvo que los países, especialmente los de mayor peso económico, adopten políticas acertadas y las coordinen teniendo en cuenta las repercusiones internacionales de las medidas adoptadas por cada uno de ellos.

El deseo de lograr la estabilidad de los tipos de cambio no debe estar por encima del propósito de alcanzar el objetivo fundamental de remediar los desequilibrios en las economías nacionales y en la economía mundial y de alcanzar un crecimiento satisfactorio con estabilidad de precios. La plena coordinación de la política económica es esencial cualquiera que sea el régimen de tipos de cambio. De acuerdo con Frenkel se requiere:

–Una política económica nacional que favorezca la estabilidad de precios y costos;

³³W.M. Scammell, *The Stability of the International Monetary System*, McMillan Education Ltd., Londres, 1987, p. 84.

- una adecuada política fiscal y una mejor coordinación internacional de la misma, y
- políticas monetarias compatibles entre sí y que ayuden a evitar la excesiva fluctuación de los tipos de cambio.

Tanzi, especialista en cuestiones fiscales, hace ver en sus trabajos las muchas dificultades que surgen al tratar de poner en práctica la coordinación de las políticas fiscales entre los principales países industriales.³⁴

Destaca como obstáculos para llegar a un acuerdo, las predicciones poco confiables de las principales variables macroeconómicas, el largo tiempo requerido para promulgar cambios en la política fiscal y el que necesita transcurrir para dejar sentir su impacto sobre la economía. Concluye que las consideraciones a más largo plazo, particularmente la proporción creciente de la deuda gubernamental como porcentaje del PNB en los países industriales, es un argumento en contra de los déficit generados por la política fiscal en la búsqueda de metas de estabilización a más corto plazo. Él da la máxima importancia a la coordinación de la política fiscal, cuando se restringe a aspectos estructurales, incluyendo la reforma impositiva.

Reformas importantes y bien diseñadas del sistema impositivo pueden tener un importante impacto sobre el crecimiento, los movimientos del capital financiero y los factores de la producción. Ésta es un área donde la coordinación podría rendir grandes dividendos, ya que las reformas impositivas pueden servir para obtener una ventaja comparativa sobre otros países. Sin embargo, en esta área hay también graves dificultades prácticas en la cooperación internacional. Coordinar las reformas impositivas "por el lado de la oferta" ayudaría a promover un crecimiento mundial más rápido y economías más eficientes. James M. Boughton es otro connotado especialista en cuyos estudios asigna también un papel primordial a la política fiscal en el proceso de coordinación.

³⁴Vito Tanzi, "International Coordination of Fiscal Policies", en *Functioning...*, op. cit., pp. 83-117.

Así pues, prestigiados especialistas consideran que para llevar a cabo la reforma del SMI es necesario instrumentar el proceso de coordinación, así como fortalecer sus bases analíticas y de procedimiento. Esto lleva a tratar de determinar la estructura institucional dentro de la cual puede tener lugar la coordinación y la forma en que aquélla necesita evolucionar.

Conviene aquí introducir una cita que ilustra sobre la importancia de la coordinación y las dificultades para lograrla:

La coordinación de las políticas macroeconómicas ciertamente no es fácil; más aún, es casi imposible. Pero sin ella se adoptarían soluciones nacionalistas, como barreras comerciales, controles al capital y sistemas de tipos de cambio duales. La guerra con estas armas sería mutuamente destructiva para todos los países y tarde o temprano surgiría la inquietud de recurrir a la coordinación internacional.³⁵

Mediante la coordinación económica los países modifican sus políticas económicas nacionales al reconocer la interdependencia económica internacional.³⁶ La coordinación implica decisiones conjuntas, más detalladas y de gran alcance en materia de política económica. Lo que se ha dado hasta ahora es más bien un proceso de cooperación en materia de política económica³⁷ que implica una doble tarea: alcanzar acuerdo sobre cuáles son los objetivos comunes y sobre el énfasis que para lograr aquéllos debe darse a cada instrumento.

En los últimos años se advierte el interés por impulsar la coordinación debido:

—Al convencimiento de que las políticas económicas de los principales países industriales, y específicamente la fiscal, han estado ampliamente “desalineadas”;

³⁵James Tobin citado por Jacob A. Frenkel, Morris Goldstein y Paul R. Masson, “International Coordination of Economic Policies”, en *Functioning...*, *op. cit.*, p. 17.

³⁶Henry C. Wallich, “Institutional Cooperation in the World Economy”, en Jacob A. Frenkel y Michael Mussa (comps.), *The World Economic System: Performance and Prospects*, Auburn House, Dover, Massachusetts, 1984, p. 85.

³⁷Andrew Crockett, “International Institutions, Surveillance and Policy Coordination”, en *Functioning...*, *op. cit.*, pp. 60-82.

- al reconocimiento creciente de que las economías del mundo, y en especial las de los países industriales, se han hecho más interdependientes, y
- al argumento de que hay importantes repercusiones internacionales de las medidas económicas adoptadas en cada país; esto implica que cuando los países actúan independientemente y en su propio interés, los cambios de política no se llevan a cabo en forma tal que permitan maximizar el bienestar de los países en su conjunto.

De acuerdo con lo anterior, no es posible diseñar un SMI en el cual los países actúen aisladamente, atendiendo cada uno de manera exclusiva a su propio interés, y suponer que la "mano oculta" del sistema asegurará la compatibilidad con el bienestar general. Las diferencias de objetivos entre los países conducen frecuentemente a conflictos de intereses, pero aun cuando los países tienen metas semejantes, falla la coordinación de las medidas aplicadas por unos y otros. Un serio problema de la economía internacional es la falta de coordinación entre el comercio internacional y la política económica de los diferentes países.

Desde la posguerra, la cooperación en materia comercial se ha dado en el marco del Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT), sustituido en 1995 por la Organización Mundial de Comercio (OMC). Pero no existe un organismo similar para la coordinación de las políticas macroeconómicas internacionales.

A pesar de la existencia de esos organismos, los grandes y persistentes desequilibrios comerciales constituyen una fuente de conflictos internacionales. Esto es porque tales desequilibrios, además de redistribuir la riqueza entre los países, constituyen uno de los principales medios por los cuales se transmiten los efectos de la política macroeconómica de un país a la economía de sus socios comerciales. La persecución de los objetivos macroeconómicos por parte de un país influye en cómo los otros países logran los suyos; de esta manera, las medidas económicas adoptadas en el extranjero con frecuencia alteran la orientación que el gobierno de un determinado país pretende dar a su economía.

La coordinación es vista³⁸ como un mecanismo para “absorber” los efectos o interacciones de la economía internacional, asociados con las políticas nacionales. Para tener éxito, la coordinación requiere, entre otras cosas:

1. La adopción de un enfoque basado en varios indicadores, y no sólo en uno, aunque éste sea el tipo de cambio.
2. La convicción de que debe ser un proceso continuado y sistemático, no episódico.

Frenkel, Goldstein y Masson argumentan que si en la economía interna el funcionamiento de la mano invisible en condiciones de competencia perfecta, traslada las decisiones descentralizadas independientes a un cuerpo social, por qué no debería aplicarse el mismo principio a las decisiones de política económica de los países en la economía mundial.³⁹

Las acciones de política económica, en particular las de los países más fuertes, tienen efectos cuantitativamente importantes que se difunden extensamente a otros países, y el “óptimo global” requiere que tales interacciones de la economía internacional sean tomadas en cuenta en los cálculos para la toma de decisiones. La coordinación es entonces considerada como un mecanismo para facilitar el de “internalización” de los efectos de las políticas económicas del exterior.

Cada país ha desarrollado mecanismos para enfrentar los impactos de las políticas económicas adoptadas en el exterior, cuyos efectos perjudiciales pueden ser contrarrestados internamente, por ejemplo, mediante impuestos, subsidios y diversas regulaciones. Proporcionar un “bien público”, como la estabilidad de precios, es tarea de un organismo público, el banco central. Sin embargo, en todo el mundo no existen mecanismos institucionales comparables:

³⁸Jacob A. Frenkel, Morris Goldstein y Paul R. Masson, “International Coordination of Economic Policies”, en *Functioning...*, *op. cit.*, pp. 17-59.

³⁹Crockett por el contrario, opina que la simple existencia de la interdependencia económica no hace necesaria la coordinación: los agentes económicos individuales de un país son altamente interdependientes, pero no necesitan conscientemente “coordinar” sus decisiones. La función de coordinación la realiza la mano oculta de los mercados atomísticos.

aunque en algunas esferas hay acuerdos internacionales (como el GATT, y más recientemente la Organización Mundial de Comercio), generalmente no bastan para enfrentar satisfactoriamente el problema de las "externalidades". Y no hay entre los países algo análogo al papel desempeñado internamente por el banco central.

Para manejar los efectos de difusión internacional y proporcionar de manera satisfactoria los "bienes públicos internacionales", tienen que desarrollarse instrumentos que regulen las relaciones económicas internacionales.

En mayo de 1988 en París, el entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker III, sugirió un proceso gradual para el fortalecimiento de la coordinación, con vistas a llevar a cabo la reforma del SMI.

Para Crockett, la cooperación internacional efectiva en materia de política económica requiere de tres elementos: una estructura de reglas y obligaciones; una serie de lineamientos de aceptación general para interpretar esas reglas y un proceso de supervisión multilateral, en virtud del cual los países se reúnan regularmente a analizar la evolución de la situación económica y acordar soluciones a los desequilibrios que emerjan.

En cuanto al primer elemento, aunque evidentemente no se ha cumplido con ella, la *Segunda Enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo* (1978), proporciona el marco legal para la coordinación económica, pues cada país miembro se compromete a colaborar con el Fondo y con los otros países miembros para mantener regímenes de cambio ordenados y fomentar un sistema estable de tipos de cambio. Dichos objetivos exigen que todos los países miembros sigan políticas económicas encaminadas al logro del crecimiento económico y la estabilidad de precios y a fomentar unas condiciones económicas y financieras básicas ordenadas, sin recurrir a la manipulación cambiaria.

Por lo que respecta al tercer elemento –la supervisión multilateral– se ha avanzado en el establecimiento de un proceso funcional para monitorear la situación económica internacional y la evolución del SMI, como se verá más adelante al reseñar el proceso de coordinación en el seno del G-7 y en otros foros internacionales.

Es en el segundo elemento mencionado por Crockett –el desarrollo de los lineamientos de política económica– donde ha tenido lugar un menor progreso. Ciertos aspectos de los lineamientos están implícitamente acordados. Por ejemplo, se reconoce que debe buscarse un justo medio entre cargar el peso del ajuste sobre las políticas internas (como lo hacía el sistema de Bretton Woods) o sobre los movimientos en los tipos de cambio (como en los primeros años de la flotación). También se acepta que las políticas monetaria, fiscal y estructural, deben ser colocadas en un marco a mediano plazo, con relativamente mayor énfasis en las metas a plazo medio compatibles internacionalmente.⁴⁰

En tanto las *zonas meta* no pasan de meras propuestas,⁴¹ existe en cambio un largo historial respecto a la *coordinación*, lo cual no significa que haya dado los frutos esperados; más aún, está todavía muy lejos de alcanzarlos. Empero se considera de interés reseñar lo logrado hasta ahora, razón por la cual se dedica el siguiente capítulo a analizar cómo han evolucionado los procesos de supervisión multilateral y de coordinación de la política económica.

⁴⁰ A. Crockett, *op. cit.*

⁴¹ Oficialmente no se han establecido, aunque se dice que en el Acuerdo del Louvre, que se tratará más adelante, se fijaron bandas para el movimiento de los tipos de cambio, pero no se hicieron públicas.

El proceso de coordinación y la economía mundial, 1975-1990

Si se analiza el periodo de posguerra se encuentra que, en cierto modo, la coordinación de las políticas económicas no es una idea nueva; el sistema de paridades surgido en Bretton Woods y la creación del FMI se mencionan a menudo como un modelo de cooperación económica internacional entre diferentes países, pues exigió indirectamente un alto grado de coordinación política.¹ Tal coordinación consistió básicamente en la aceptación de ciertas normas por parte de los países; para citar sólo las más importantes: la aplicación de un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, y el compromiso por parte de Estados Unidos de convertir los dólares en oro a razón de 35 dólares la onza.

Al desligar el dólar del oro, la cooperación internacional en materia de política económica, prácticamente dejó de existir. El Acuerdo Smithsoniano y el del 16 de marzo de 1973² difícilmente pueden considerarse intentos de coordinación de política económica, al igual que los Acuerdos de Jamaica (enero de 1976) en los que se legalizaron los tipos de cambio flotantes y se abolió el precio oficial del oro.

¹Véase al respecto, Martin Feldstein (comp.), *International Economy Cooperation*, University of Chicago Press, Chicago, Ill, Estados Unidos, 1988, 365 pp.

²El Acuerdo Smithsoniano fue suscrito por los miembros del G-10: a cambio de que Estados Unidos aboliera la sobretasa de 10% a las importaciones y otras medidas agresivas que formaban parte de la Nueva Política Económica (NEP) de Nixon (agosto de 1971), los otros miembros del Grupo aceptaron "realinear sus divisas", lo que significó la devaluación del dólar y la revaluación de las restantes monedas. Por lo que hace al acuerdo del 16 de marzo de 1973, en él las catorce naciones no socialistas más ricas del mundo: las nueve que a la sazón formaban la Comunidad Económica Europea, más Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Estados Unidos, coincidieron en aplicar una serie de medidas tendientes a evitar nuevas crisis monetarias, basándose fundamentalmente en el "mutuo apoyo" y en la "flotación" de sus divisas.

Al iniciarse los años setenta, los encargados de diseñar la política económica tuvieron que enfrentarse al estancamiento con inflación, a la primera crisis del petróleo y a un notable aumento en las corrientes de capital. En un contexto así, los esfuerzos tendientes a reanudar un sistema de coordinación internacional de políticas macroeconómicas fueron infructuosos, pues ningún país estaba dispuesto a aceptar las restricciones propias de un sistema como el de Bretton Woods y fue así como se hizo imperativo el establecimiento de un sistema de tipos de cambio flexibles.

En años posteriores, los problemas macroeconómicos se fueron agravando; en la mayoría de los países industriales aumentaron el desempleo y la inflación como secuela de la crisis del petróleo.

Esta situación fue determinante para que a finales de 1975 surgiera un nuevo foro –las cumbres económicas anuales de los siete grandes, seis en las dos primeras– en el cual se enmarcan desde entonces muchos de los intentos por renovar la coordinación; aunque hasta ahora los resultados han sido poco exitosos –como lo indica la repetición de similares objetivos año con año– debe señalarse que en la segunda mitad de los años ochenta se registraron ciertos avances.

● Las primeras cumbres

La *I Cumbre* se efectuó en Rambouillet, Francia, del 15 al 17 de noviembre de 1975, con la asistencia de los jefes de Estado y de gobierno de los seis grandes países industriales: Estados Unidos, Japón, la RFA, Reino Unido, Francia e Italia. Entre los acuerdos tomados en ella destacan la determinación “para superar el alto desempleo, la continua inflación y los serios problemas energéticos”.³

Se hizo además un llamado para completar en 1977 las negociaciones comerciales de la Ronda de Tokio, con vistas a liberar el comercio.

En el ámbito monetario revistió particular importancia el acuerdo de aceptar la flotación como un régimen legítimo de tipos de

³George de Menil y Anthony M. Solomon, *Economic Summitry*, Declaración de la I Cumbre (1975), Council on Foreign Relations, Inc., Nueva York, 1983.

cambio bajo la supervisión del FMI y el compromiso concurrente de las autoridades de los países participantes de intervenir en los mercados cambiarios "...para contrarrestar condiciones desordenadas del mercado o fluctuaciones erráticas en los tipos de cambio".⁴ Meses después estas cuestiones fueron legalizadas en los Acuerdos de Jamaica.

La *II Cumbre* –a sólo siete meses de la anterior– tuvo a Estados Unidos como anfitrión y se celebró en San Juan de Puerto Rico. A ella concurrieron nuevamente sólo seis países. Se repitió el propósito común de "manejar efectivamente una transición que reducirá el alto nivel de desempleo que persiste en muchos países y no arriesgar la meta común de evitar una nueva ola inflacionaria".⁵

Se acordó considerar la creación de un nuevo servicio crediticio multinacional, posiblemente dentro del FMI, para ayudar a los subdesarrollados que padecían problemas temporales en la balanza de pagos.

Casi un año después, en la *III Cumbre* (Londres, mayo de 1977) por primera vez asistieron siete países, al incorporarse Canadá y quedar así constituido el G-7. En esta junta se fijaron metas de crecimiento y estabilización que variaron de país a país (Japón 6.7%, Estados Unidos 5.8%, Alemania 5%) y se respaldó el Acuerdo del Comité Interino del FMI de buscar recursos adicionales para la institución. Asimismo, se hizo un llamado para reducir los aranceles "tanto como sea posible" y disminuir significativamente las barreras no arancelarias, en el contexto de las negociaciones de la Ronda Tokio.

Los acuerdos de la *IV Cumbre* (Bonn, julio de 1978): compromiso estadounidense de reducir la importación de petróleo; expansión de la política fiscal por parte de la RFA y Japón; el entablar negociaciones comerciales multilaterales, y otros más, resultaron irrelevantes al ser inmediatamente rebasados por la realidad. Sucedió que tras la mencionada Cumbre se deterioró en forma pronunciada la situación económica de los países industriales: aumentaron la inflación y los déficit fiscales y se inició un periodo de recesión

⁴ *Ibidem*.

⁵ *Ibidem*. Declaración de la II Cumbre (1976).

económica en Estados Unidos, que no tardó en propagarse al resto del mundo.

En general, puede decirse que en los años que siguieron inmediatamente a 1978 se prestó poca atención a la coordinación de la política económica,⁶ lo cual fue causa importante de los desequilibrios de gran magnitud que se produjeron a finales de 1980: el inicio de la sobrevaluación del dólar y del creciente déficit en cuenta corriente de Estados Unidos.

Ante un incremento de la inflación y una depreciación del dólar (que se había iniciado en 1976), el 1 de noviembre de 1978, Jimmy Carter, a la sazón presidente de Estados Unidos, anunció que para defender su divisa, el Sistema de la Reserva Federal intervendría en el mercado de cambios comprando dólares y además adoptaría una política contractiva, incrementando la tasa de redescuento y elevando el nivel de reserva legal de algunos depósitos bancarios.

La reacción inicial a estas medidas fue muy favorable: el dólar se recuperó en un 7% respecto al DM y en un 5% respecto al yen. Pero en pocos meses se volvió a permitir que creciera la oferta monetaria estadounidense y de nuevo se depreció el dólar. Las intervenciones en el mercado de cambios resultaron inútiles, pues el Fed había perdido credibilidad.

El dólar se estabilizó después de que en octubre de 1979 llegó a la presidencia de ese organismo Paul A. Volcker, que respondiendo a su fama de conservador, aplicó un programa de control monetario; la contracción de la oferta monetaria llevó la tasa de interés a 16.6% en 1981, esto es, al doble de la vigente en 1978. Esta política dio por resultado que entre finales de 1979 y finales de 1980 –ya bajo la presidencia de Ronald Reagan– el dólar se apreciara (23.2% frente al DM) y la inflación disminuyera.

Pero la política económica de Estados Unidos, tuvo el efecto de “fastidiar a sus vecinos”, pues para reducir su inflación, la ex-

⁶ En las cumbres de Tokio y Venecia (1979 y 1980, respectivamente), el énfasis se puso en los problemas creados por la segunda crisis petrolera. En Ottawa (VII Cumbre, 1981) se expresó apoyo al crecimiento monetario “bajo y estable” y se reconoció aunque de manera tibia la “deseabilidad” de una mayor estabilidad en los cambios extranjeros y en los mercados financieros.

portó al resto del mundo. Ante esta situación, los bancos centrales extranjeros se vieron obligados a impulsar al alza las tasas de interés. La resultante contracción monetaria sincronizada llevó a la economía mundial a una profunda recesión a principios de los ochenta –la más importante desde la Gran Depresión de los años treinta– que acentuó los efectos de la segunda crisis del petróleo.

Esto significó que a diferencia de lo ocurrido al presentarse la primera crisis del petróleo –cuando los responsables de la política económica de los países industriales respondieron con medidas expansionistas–, frente a la segunda crisis (1979-1980), casi todas esas naciones aplicaron una política monetaria y fiscal restrictiva.

Pero en Estados Unidos sucedió que la política monetaria restrictiva se combinó con una política fiscal expansionista: reducción de impuestos y mayor gasto público. Durante su campaña electoral, Reagan prometió bajar los impuestos y equilibrar el presupuesto. Cumplió sólo con lo primero; en 1981 el Congreso aprobó la reducción de impuestos a las personas físicas y creó incentivos fiscales a la inversión empresarial. Al mismo tiempo se incrementaron los gastos de defensa. La combinación de estas dos medidas dio inicio al problema del gran déficit presupuestario estadounidense que aún subsiste.

La *VIII Cumbre* (Versalles, 1982) es digna de mención para el objeto de este estudio, porque en ella retorna el interés por las cuestiones monetarias, al establecerse el compromiso de “trabajar hacia una evolución constructiva y ordenada del SMI”. Esto fue ulteriormente desarrollado en una declaración adicional sobre *Compromisos monetarios internacionales*, que incluyó estos puntos:

–Aceptación de “una responsabilidad conjunta para trabajar por una mayor estabilidad” mediante la “convergencia de medidas diseñadas para alcanzar una más baja inflación, un más alto empleo y un crecimiento económico renovado...”.

–Acuerdo de cooperar con el FMI en su “trabajo de vigilancia o supervisión sobre una base multilateral tomando en cuenta particularmente las monedas que integran la canasta del DEG...”.

–Ratificación de su disposición “a usar la intervención en los mercados cambiarios para contrarrestar las condiciones desorde-

nadas, previstas en el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI".⁷

Punto relevante de la reunión de Versalles fue la creación de un grupo de trabajo formado por funcionarios de los ministerios de Hacienda y bancos centrales del G-7 –que se conoce como grupo de los Suplentes del G-7– encargado de preparar un estudio sobre la intervención en los mercados cambiarios, con el objeto de mejorar la comprensión de sus motivos, métodos y efectos, tomando en cuenta las técnicas de regulación del tipo de cambio de cada uno de los países del Grupo. Se trataba de determinar si la intervención esterilizada⁸ podría permitir a los bancos centrales controlar los tipos de cambio sin necesidad de realizar ajustes en las políticas monetarias.

El *Informe del grupo de trabajo sobre la intervención en el mercado cambiario* concluyó que las intervenciones pueden constituir un "instrumento eficaz" para influir en las fluctuaciones de los tipos de cambio a *corto plazo*, pero su uso con vistas a alcanzar objetivos cambiarios no compatibles con la realidad económica, tiende a ser contraproducente. Desde luego la intervención conjunta es más eficaz que la de un banco central aislado. Un acierto de este estudio es destacar que la intervención cambiaria –coordinada o no– en modo alguno garantiza resultados si no se acompaña de los ajustes necesarios en la política macroeconómica. Tal afirmación coincide con lo expresado por el Bundesbank (banco central de la RFA):

En última instancia, hay límites a lo que puede alcanzarse mediante una pura intervención cambiaria. Las crisis monetarias

⁷De Menil, *op. cit.* Declaración de la VIII Cumbre, 1982.

⁸La intervención esterilizada en el mercado de divisas consiste en que los bancos centrales lleven a cabo en el mercado monetario interno, operaciones de igual magnitud, pero de signo contrario a las realizadas en el mercado de divisas, con el propósito de neutralizar el impacto de sus transacciones exteriores en la oferta monetaria interna. En ausencia de la esterilización, cualquier compra de activos por parte del banco central se traduce automáticamente en un aumento de la oferta monetaria interna; del mismo modo, cualquier venta de activos hecha por el banco central trae consigo una disminución de la oferta monetaria. En cambio una intervención esterilizada no afecta la oferta monetaria.

bajo el sistema de Bretton Woods demostraron que las poderosas tendencias del mercado no pueden suprimirse con intervenciones en los mercados de cambio por parte de los bancos centrales, y la historia monetaria más reciente ha confirmado esto.⁹

La principal lección extraída de la experiencia de administrar un sistema de tipos de cambio flotantes es que los mismos deben reflejar las variaciones de los elementos económicos fundamentales, y que los desórdenes del mercado deben contrarrestarse. Sin embargo, se reconocen las dificultades de llevar esto a la práctica.

En su Informe, los suplentes del G-7 analizan también el impacto de la intervención en las medidas de política económica, es decir, sus debates no se limitan a la sola intervención.

Otra cuestión importante es que estudiaron las variables económicas que influyen en las fluctuaciones de los tipos de cambio, asignando los papeles más importantes a los diferenciales de inflación y a la situación de la balanza de pagos en cuenta corriente.

Este documento fue entregado en enero de 1983 y analizado en la reunión del G-7 que tuvo lugar durante la reunión del Comité Provisional del FMI en abril de ese año; en el comunicado correspondiente se señala que en las cumbres de Rambouillet (1975) y Versalles (1982), los gobiernos del G-7 convinieron en el principio de que una situación económica y financiera ordenada es esencial para lograr la estabilidad en los mercados de cambio. Por ello se comprometieron a progresar hacia un crecimiento económico perdurable y no inflacionario y hacia un alto nivel de empleo, ya que éstos son los medios principales para lograr la situación descrita.

Consecuentes con el contenido del documento mencionado, los integrantes del G-7 se pusieron de acuerdo en que:

a) El logro de una mayor estabilidad de los tipos de cambio –lo cual no significa rigidez– es uno de los principales objetivos de nuestros países, al cual hemos decidido dedicar toda nuestra atención.

⁹Maurice Obstfeld, "Effectiveness of Foreign Exchange Intervention, 1985-1988", en *Functioning...*, *op. cit.*, p. 743.

b) El logro de una mayor estabilidad de los tipos de cambio depende de una combinación compatible de políticas que fomenten un crecimiento perdurable y antinflacionario. Éste será el principal objetivo de una supervisión multilateral intensificada.

c) Al formular las políticas económicas y financieras internas, nuestros gobiernos deben tener en cuenta el comportamiento de nuestros tipos de cambio como uno de los posibles indicios de las medidas que deben corregirse. También se debe prestar atención a la interacción y a las repercusiones internacionales generales de las políticas adoptadas por cada uno de nuestros países.

d) En las circunstancias actuales, la función de la intervención sólo puede ser limitada. Se puede recurrir a la intervención para contrarrestar desórdenes y reducir la volatilidad a corto plazo. En ocasiones, la intervención también puede expresar una actitud ante los mercados de cambio. En general, la intervención sólo será útil cuando complemente o sirva de apoyo a otras medidas de política económica. Estamos de acuerdo con la necesidad de colaborar más estrechamente en el terreno de las políticas y las condiciones del mercado y si bien nos reservamos la libertad de actuar independientemente, estamos dispuestos a intervenir de manera coordinada en los casos en que se considere útil.¹⁰

A las pocas semanas tuvo lugar la *IX Cumbre* (mayo de 1983, Williamsburg, Virginia, EUA). Como ya era tradicional, los dirigentes del G-7 empezaron por expresar su "satisfacción por los resultados obtenidos", en esta ocasión, concretamente, por la "reducción de la inflación y de las tasas de interés".

Se renovaron los compromisos de "adoptar un conjunto equilibrado de medidas... a fin de que la recuperación pueda extenderse a todos los países...".

La *Declaración de Williamsburg sobre la recuperación económica* destaca el compromiso del G-7 de adoptar "medidas apropiadas de

¹⁰ *Boletín del FMI*, vol. 12, núm. 9, Washington, 16 de mayo de 1983, p. 137.

política monetaria y presupuestaria con el fin de contener la inflación, reducir las tasas de interés, incrementar la inversión productiva y aumentar las oportunidades de empleo".¹¹

El punto 2 –muy importante para el objeto de este estudio– subraya el acuerdo de mantener consultas más estrechas sobre las medidas que afectan al mercado de divisas. Si bien “mantendremos nuestra libertad de actuar independientemente, aceptamos la idea de intervenir coordinadamente en los mercados de divisas cuando se convenga en que esta intervención sería útil”.¹² Muy similar a la Declaración emitida un mes antes.

Se reiteró la importancia de las consultas multilaterales por intermedio del FMI, destinadas a lograr la convergencia de las medidas de política económica. Por ello, invitaron a sus ministros de Hacienda, en consulta con el Director Gerente del FMI, a “definir las condiciones para el mejoramiento del SMI y a considerar la función que podría tener –a su debido tiempo– en este proceso, una Conferencia Monetaria Internacional de alto nivel”.¹³

Desde entonces han transcurrido ya más de catorce años y no se ha avanzado en la preparación de ese importante foro el cual podría ayudar a aliviar, al menos en alguna parte, los problemas aquí planteados.

Un aspecto muy importante de la Declaración de Williamsburg fue el anexo de la misma, cuyo título hace ver la continuidad en los intentos de coordinación: *Intensificación de la cooperación económica en pro del crecimiento y la estabilidad*. En dicho documento, siguiendo con el acuerdo llevado a cabo en Versalles (Cumbre de 1982), de concentrar la atención en las cuestiones monetarias y financieras –incluidas sus relaciones con medidas adoptadas en algunos otros campos– se subraya la promesa de tener “plenamente en cuenta las repercusiones internacionales de nuestras propias decisiones de política económica”, esto con el fin de “lograr una mayor estabilidad monetaria en aras del crecimiento equilibrado y el progreso de la economía mundial”.

¹¹ “Declaración de la Cumbre de Williamsburg”, en *Boletín del FMI*, vol. 12, núm. 11, Washington, 20 de junio de 1983, p. 171.

¹² *Ibidem*.

¹³ *Ibidem*. Cursivas del autor.

Al efecto se señalan las siguientes medidas y objetivos:

1. *Política monetaria.* Crecimiento no inflacionario y disciplinado de los agregados monetarios, y tasas de interés adecuadas, a fin de evitar que resurja la inflación y que ésta repercuta en las tasas de interés, posibilitando así un crecimiento sostenible.

2. *Política fiscal.* Procuraremos, preferentemente mediante la disciplina en el gasto público, reducir los déficit presupuestarios estructurales y tener en cuenta las consecuencias de la política fiscal para las tasas de interés y el crecimiento económico.

3. *Política sobre tipo de cambio.* Intensificaremos las consultas, la convergencia de políticas y la cooperación internacional, a fin de contribuir a la estabilización del mercado de divisas, teniendo en cuenta las conclusiones del estudio sobre intervención en el mercado de divisas.

Finalmente, el punto 4, establece:

Continuaremos evaluando juntos y en forma periódica, en este marco, el progreso logrado; consideraremos las medidas correctivas que puedan ser necesarias ocasionalmente, y responderemos con prontitud ante los cambios significativos.¹⁴

Las medidas en favor de la productividad y el empleo incluyen una mayor flexibilidad y apertura de las economías y los mercados financieros.

Ante la profunda recesión, durante el segundo semestre de 1982 y en 1983, Estados Unidos decidió relajar su política monetaria; la tasa de interés bajó de 13.3 a 9.9% de 1982 a 1983, y como consecuencia, en el último año señalado, la tasa de crecimiento del PNB ascendió a 3.6%, después de haber sido negativa en 1982 (-2.5%), cuando la recesión tocó fondo. El descenso en las tasas de interés estadounidenses, permitió que esa variable disminuyera también en el exterior; a raíz de eso la recuperación se extendió al resto del mundo.

¹⁴ "Anexo de la Declaración de Williamsburg", en *Boletín del FMI*, vol. 12, núm. 11, Washington, 20 de junio de 1983, p. 172.

En la declaración final de la X Cumbre (Londres, junio de 1984), se invitó a los ministros de finanzas –esto es, al grupo de los suplentes– a que siguieran tratando de determinar “las posibilidades de mejorar el funcionamiento del SMI, incluidos los tipos de cambio; supervisión, creación, control y distribución de la liquidez internacional”.¹⁵

Para tratar de mejorar el funcionamiento del SMI e incrementar su estabilidad, se habló de la adopción de una política prudente por parte de los grandes países, proporcionando una adecuada corriente de financiamiento a las instituciones financieras internacionales y ampliando el acceso a los mercados de capital.

Los representantes del G-7 convinieron también en “mantener y de ser necesario, afianzar las medidas de política económica encaminadas a reducir la inflación y las tasas de interés, controlar el crecimiento de la oferta monetaria y, si es necesario, reducir los déficit presupuestarios”,¹⁶ todo lo anterior con vistas a lograr un crecimiento económico sostenido y crear nuevos empleos.

● Acuerdo del Hotel Plaza

De lo expuesto hasta ahora se deduce que los principales países industriales han tratado desde hace tiempo, de fomentar la colaboración económica entre ellos; sin embargo, la idea de que es imperativo coordinar activamente las políticas macroeconómicas, evitando en lo posible que cada país persiga sus propios intereses, es relativamente reciente.

Lo anterior se debió a que al actuar independientemente, los países se encontraron con grandes desequilibrios –incluidas especialmente altas tasas de inflación– que exigían importantes ajustes en la política interna. Hubo logros en la reducción de los niveles inflacionarios y de las diferencias entre los países. Pero conforme se avanzó en la década de los años ochenta, fueron apareciendo nuevos desequilibrios de pagos en las grandes economías industriales, aumentó la inestabilidad cambiaria y muchos países experimentaron

¹⁵ “Declaración de la Cumbre de Londres”, 9 de junio de 1984, *Boletín del FMI*, vol. 13, núm. 12, Washington, 25 de junio de 1984, p. 190.

¹⁶ *Ibidem*.

serias dificultades por el peso de la deuda externa, todo ello con los consecuentes efectos perturbadores sobre la economía mundial.

Surgió entonces el nuevo impulso a la coordinación de las políticas macroeconómicas, cuya constante evaluación y perfeccionamiento tiene lugar en el marco de diversos mecanismos e instituciones como el FMI, el Banco Mundial, las diferentes instituciones dentro de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el Banco de Pagos Internacionales (BPI), las diversas instituciones de la Comunidad Económica Europea (CEE, posteriormente Comunidad Europea y ahora Unión Europea), el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT, sustituido en 1995 por la Organización Mundial de Comercio), las Cumbres Económicas del G-7, y los debates bilaterales como los que sostienen Estados Unidos y Japón.

Tras las incipientes experiencias registradas en esta materia hasta 1984, a principios de 1985, los integrantes del Grupo de los cinco (G-5) –y en especial el más reacio de ellos, Estados Unidos– mostraron una mayor disposición a ajustar su política económica, teniendo en cuenta las repercusiones de la misma en otros países.

El 17 de enero de 1985, el G-5 celebró una reunión en Washington como parte de una serie regular de consultas, entre sus integrantes, acerca de cuestiones económicas y financieras de mutuo interés. En ella expresaron su convicción de seguir pugnando por una mayor estabilidad en los mercados cambiarios. Al efecto:

- Reafirmaron su fidelidad al compromiso de aplicar una política monetaria y fiscal que promueva resultados económicos convergentes;
- destacaron la importancia de la eliminación de las rigideces estructurales de sus economías, para lograr los objetivos de crecimiento constante no inflacionario y la estabilidad en los mercados cambiarios, y
- en vista de la evolución de los mercados cambiarios, reafirmaron el compromiso asumido en Williamsburg, de intervenir coordinadamente, si fuera necesario, en los mercados de cambio.¹⁷

¹⁷ "Declaración conjunta del G-5, Washington", 17 de enero de 1985, en *Boletín del FMI*, vol. 14, núm. 2, Washington, 28 de enero de 1985, p. 26.

Después de estos acuerdos del G-5, en la *XI Cumbre* del G-7 (Bonn, mayo de 1985) se reconoció que uno de los principales problemas a resolver por los países industriales era el frenar el proteccionismo. Repitiendo cuestiones ya dichas en otras cumbres, se comprometieron a adoptar políticas que dieran un carácter sostenido a la recuperación económica, aplicando con perseverancia medidas que estimularan el crecimiento económico y el empleo.

El logro de un firme crecimiento económico en los subdesarrollados, dependería de la capacidad de los países industriales para fomentar la expansión del comercio mundial, reducir las tasas de interés y mantener una corriente adecuada de recursos financieros al Tercer Mundo.

En cuanto al SMI se volvió a mencionar la necesidad de mejorar su funcionamiento, dándole un carácter más estable y eficaz, pero no se adoptó ninguna decisión al respecto.

En momentos en que el déficit presupuestario estadounidense representaba alrededor de 5% del PIB, en el comunicado final se señala con tibieza:

5. Adoptaremos políticas monetarias y presupuestarias prudentes y *-de ser necesario-* más firmes, a fin de lograr precios estables, tasas de interés más bajas y una inversión más productiva. Cada uno de nuestros países ejercerá un firme control del gasto público a fin de reducir los déficit presupuestarios excesivos y *-de ser necesario-* la relación entre el gasto público y el PNB.¹⁸

Poco después, en el marco del acuerdo de supervisión de enero de 1985, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-5, sostuvieron una importante reunión en Nueva York, fruto de la cual es el tan celebrado Acuerdo del Hotel Plaza (22 de septiembre de 1985),¹⁹ que para algunos inaugura una nueva etapa en los esfuerzos hacia la realineación de las políti-

¹⁸ "Declaración de la Cumbre de Bonn", en *Boletín del FMI*, vol. 14, núm. 10, Washington, 20 de mayo de 1985, p. 154. Cursivas del autor.

¹⁹ "Acuerdo del Hotel Plaza", en *Boletín del FMI*, vol. 14, núm. 19, Washington, 4 de octubre de 1985, p. 296.

cas económicas, y en especial sobre cuestiones monetarias,²⁰ pues en él los participantes reconocieron que hacía falta la intervención gubernamental directa, lo cual marca el inicio de los esfuerzos concertados para corregir la excesiva inestabilidad de los tipos de cambio; desde entonces también han pretendido coordinarse para mover las tasas de interés.

En dicho Acuerdo se convino en que los tipos de cambio de las principales monedas deberían reflejar de mejor manera las condiciones económicas prevaletentes y para ello se tomó la decisión de hacer bajar el valor del dólar, pues "en vista de los cambios actuales y futuros en dichas condiciones, sería deseable una ordenada apreciación de las demás divisas principales frente al dólar". El G-5 anunció estar presto a "cooperar más estrechamente para lograr esto",²¹ interviniendo conjuntamente en el mercado de divisas para conseguir la depreciación del dólar, y adoptó un conjunto muy general de modificaciones de la política económica. El Acuerdo del Hotel Plaza representó un brusco cambio en la política de la administración Reagan, que anteriormente se había opuesto a intervenir en el mercado cambiario.

Se expresó asimismo un mayor reconocimiento de que los gobiernos y los bancos centrales deben adoptar medidas para regular los tipos de cambio, así como la necesidad de formular una política económica tendiente a promover tanto la estabilidad interna y externa como el crecimiento económico.

El principal objetivo del drástico cambio en la política económica, fue reducir, e incluso eliminar, los crecientes déficit comerciales y en cuenta corriente de Estados Unidos. Lo anterior, con base en la teoría convencional del comercio exterior en el sentido de que una devaluación al cambiar los precios relativos afecta los volúmenes de comercio.

En consecuencia, se esperaba que las exportaciones de Estados Unidos se elevaran, debido a que serían más baratas expresadas en moneda extranjera; al mismo tiempo las importaciones caerían porque los precios de las mismas, expresados en dólares, se incrementarían, desalentando así las compras de productos extranjeros por

²⁰James M. Boughton, "La era de los tipos de cambio algo flexibles", en *Perspectivas Económicas*, revista trimestral de la economía mundial, núm. 62, 1988/Y, pp. 25-30.

²¹"Acuerdo del Hotel Plaza", *op. cit.*

parte de los consumidores y las empresas estadounidenses. Sin embargo, pese a la masiva declinación del dólar que siguió al Acuerdo del Hotel Plaza, el déficit comercial estadounidense no se redujo sino que por el contrario, se expandió.²²

Semanas después de la firma del Acuerdo, durante la asamblea anual del FMI, correspondiente a 1985, Radius Prawiro –Ministro de Hacienda de Indonesia– declaró que, si a los efectos a corto plazo de la intervención cambiaria del G-5 (Acuerdo del Hotel Plaza) se sumaran

...políticas fiscales orientadas al crecimiento económico de los países europeos y Japón, así como una reducción del déficit presupuestario estadounidense, se daría un paso muy importante para estimular el crecimiento y asegurar al mismo tiempo la estabilidad de la economía mundial a medio y largo plazo.²³

Y resaltando la trascendencia que en su opinión tuvo el Acuerdo del Hotel Plaza, el señor Béregovoy, Ministro de Hacienda francés, señaló en el mismo foro "...la regulación concertada de los tipos de cambio flotantes constituye un paso importante en la búsqueda de una mayor estabilidad".²⁴

Sin embargo, un especialista tan destacado como Jeffrey Sachs, desde un principio no se mostró optimista respecto a que el Acuerdo del Hotel Plaza pudiera conducir a una mayor disciplina económica internacional:

Se está presionando a la RFA y a Japón para que alcancen niveles de expansión fiscal y contracción monetaria similares a los de Estados Unidos, en lugar de ejercerse presión sobre Estados Unidos para que adopte una política económica más conveniente, análoga a la de los otros países.²⁵

²²Mieczyslaw Karczmar, "Plaza, Splaza", en *The International Economy*, septiembre-octubre de 1995, p. 20.

²³XL Reunión Anual de las Juntas de Gobernadores del FMI y del Banco Mundial, Seúl, Corea, del 8 al 11 de octubre de 1985, en *Boletín del FMI*, vol. 14, núm. 21, Washington, 18 de noviembre de 1985, p. 342.

²⁴*Ibidem*, p. 346.

²⁵Reunión de la Asociación de Economistas de Estados Unidos, Nueva York, del 28 al 30 de diciembre de 1985, en *Boletín del FMI*, vol. 15, núm. 1, Washington, 13 de enero de 1986, p. 15.

Efectivamente, Reagan –que por motivos políticos no podía alterar las medidas fiscales expansionistas– reiteradamente instó a Japón y a la RFA para que adoptaran también políticas macroeconómicas expansionistas, con la esperanza de que el incremento en las importaciones de esos países redujera el déficit comercial estadounidense.

A fin de evaluar la situación imperante desde la firma del Acuerdo Plaza, el G-5 celebró una reunión informal ministerial (Londres, 18 y 19 de enero de 1986). En la declaración emitida al concluir se expresó: “Los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales se sienten satisfechos ante los logros alcanzados hasta ahora.” En particular, se congratularon de que el tipo de cambio entre el dólar y el yen fuera consecuente con las “variables económicas fundamentales”.

Los informes sobre el SMI preparados por el G-10 y el G-24 –publicados ambos en 1985– a los que se hizo referencia en el capítulo anterior, pese a las diferencias que ya se hicieron notar, coinciden en que las fluctuaciones considerables en las relaciones cambiarias entre los países importantes son potencialmente nocivas, que tales fluctuaciones se deben a divergencias en las políticas económicas subyacentes y –lo que es más importante para el tema que aquí se trata– *la solución se encuentra en mecanismos que estimulen una mejor armonización de las políticas económicas entre los principales países.*

● Marco en el cual se dio el Acuerdo del Hotel Plaza

Desde los años ochenta, la principal muestra de la falta de alineamiento mundial de las políticas fiscales ha sido el elevado y persistente déficit fiscal del gobierno estadounidense, que pasó de 2.66% del PIB en 1981, a 6.11% en 1983, para descender ligeramente a 5.34% en 1985. Este incremento ocurrió a pesar de que la economía estadounidense estaba disfrutando de un inusual ciclo largo ascendente; en consecuencia, el déficit estructural se incrementó aún más, lo que quizá contribuyó al movimiento ascendente en la economía estadounidense, pero que trajo problemas para Estados Unidos y para el resto del mundo.

En 1981, al tiempo de introducirse cambios importantes en la política fiscal, la administración Reagan esperaba que por la reducción en las tasas impositivas marginales y la introducción de varios incentivos al ahorro de los particulares, éste se incrementaría en cerca de 3% y con ello se cubriría en buena medida el déficit que se había considerado como temporal. Pero resultó que la tasa de ahorro cayó y el déficit fiscal se mantuvo alto y habría sido aún mayor si no se hubieran aplicado varias medidas correctivas.

El gran incremento en el déficit fiscal en un país de la importancia económica de Estados Unidos y con una muy baja tasa de ahorro, fue responsable (al menos parcialmente) del alto nivel de las tasas de interés que caracterizó a los años ochenta. Como se vio anteriormente, la política monetaria restrictiva de 1979 y los primeros años ochenta, dio el impulso inicial a la elevación de las tasas de interés reales, pero cuando la política monetaria se ablandó después de 1982, las tasas de interés reales aunque descendieron un poco, se mantuvieron relativamente altas (13.3% en 1982 y 9.9% en 1983) por los grandes déficit fiscales.

Mientras el déficit fiscal estructural estadounidense se elevó dramáticamente después de 1981, los déficit de Alemania y Japón (países con tasas de ahorro mucho más altas) se hicieron más pequeños. Sin esto, la elevación de las tasas de interés reales en el nivel mundial, hubiera sido mucho mayor.

Como consecuencia de lo anterior, la balanza en cuenta corriente estadounidense se deterioró rápidamente: de un superávit de 4 481 millones de dólares en 1981, pasó a un déficit de 11 600 millones al año siguiente, y fue aumentando hasta ser de 124 470 en 1985. En contraste, la de Japón, que había sido deficitaria en 1979 y 1980 (-8 740 y -10 750, respectivamente), pasó a tener crecientes superávits: 4 770 millones de dólares en 1981 y 49 170 millones en 1985. Alemania mostró una evolución parecida: de un déficit de 13 311 millones en 1980 pasó a un superávit de 5 019 millones de dólares en 1982, y de 17 625 millones en 1985. El empeoramiento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, afectó la posición de ese país como inversionista internacional.²⁶

²⁶Vito Tanzi, Conferencia sobre política fiscal, ajuste económico y mercados financieros, FMI y Centro para economías financieras y monetarias, Universidad Bocconi, Milán, 27-30 de enero de 1988.

El efecto más visible y evidente de los llamados *déficit gemelos* de Estados Unidos (el comercial y el fiscal), fue la apreciación del dólar estadounidense respecto a las otras monedas importantes. De sus niveles promedio en diciembre de 1980 a sus cimas en febrero de 1985, el dólar se apreció alrededor de 25% frente al yen japonés, 75% respecto al marco alemán y 125% frente a la libra esterlina. Después de febrero de 1985, el dólar se depreció dramáticamente; en diciembre de 1986 –a quince meses del Acuerdo del Hotel Plaza– el valor del dólar era cerca de 25% menor contra el yen, respecto del nivel de diciembre de 1980; regresó aproximadamente al mismo nivel que había tenido respecto del DM a finales de 1980 y revirtió casi la mitad de la cima alcanzada frente a la libra esterlina.²⁷

En parte, el fracaso de los economistas para prever el comportamiento de los tipos de cambio refleja su imperfecta previsión de las políticas fiscal y monetaria, y de las consecuencias de esas políticas en las tasas de inflación, en los niveles de actividad real y en otras condiciones económicas. El estímulo fiscal –más que el cambio en la política monetaria– fue la causa de la considerable apreciación del yen y del marco en los años ochenta.

La sustancial apreciación nominal y real del dólar durante la primera mitad de los ochenta, su subsecuente depreciación después de 1985, y su acentuada depreciación en 1994-1995 (que se tratará más adelante), han sido difíciles de explicar.

De acuerdo con una interpretación, la fortaleza del dólar al principiar los años ochenta fue reflejo de un cambio sustancial en la combinación de políticas económicas estadounidenses: una política monetaria relativamente atada y enormes déficit presupuestarios que impulsaron hacia arriba los tipos de cambio nominal y real, provocando fuertes entradas de capital. Subsecuentemente, cuando la política monetaria se ablandó y el déficit fiscal disminuyó en cierta medida, estas presiones se revirtieron sobre sí mismas, conduciendo a declinaciones en el dólar.

²⁷ Un análisis interesante de las variaciones en los tipos de cambio durante los ochenta, se encuentra en Peter Isard, "Lessons from Empirical Models of Exchange Rates", en *Staff Papers*, FMI, vol. 34, núm. 1, marzo de 1987; y en Charles Adams y Chatha Bankim, "Structural Models of the Dollar", en *Functioning...*, op. cit., pp. 354-388.

Según otra interpretación, los cambios en los incentivos a invertir en activos reales de Estados Unidos a principios de los años ochenta, aunados a incertidumbres políticas y a la gran desregulación financiera, condujeron a un incremento masivo pero temporal de la demanda de dólares durante la primera mitad de los años ochenta. Cuando estos factores se invirtieron en la última parte del decenio, el dólar revirtió sus anteriores ganancias.

No obstante una gran cantidad de trabajo empírico, ha sido difícil distinguir entre ambas interpretaciones.

Volviendo al proceso de coordinación, los principales países han tenido un punto de vista congruente acerca de la naturaleza de los problemas a que se enfrenta la economía mundial y de las medidas necesarias para hacerles frente. Específicamente, en el periodo que siguió al Acuerdo Plaza, se reconoció la necesidad de perseguir simultáneamente tres objetivos:

1. Reducir el déficit presupuestario de Estados Unidos.
2. Fortalecer la demanda interna en los otros principales países.
3. Depreciar el dólar estadounidense de manera ordenada.

A resultas de lo anterior, después de septiembre de 1985, el dólar fue llevado a niveles más bajos en comparación con los insosteniblemente altos alcanzados a principios de ese año. Además, se hicieron progresos, al reducir los desequilibrios fiscales y en cuenta corriente, y los sacudimientos –como el *crac* del mercado de valores en 1987 y los periódicos episodios de turbulencia cambiaria en el resto de los ochenta– se controlaron sin consecuencias adversas prolongadas. En virtud de ello, las economías industrializadas en su conjunto, disfrutaron en la segunda mitad de los ochenta de un periodo mucho mejor de lo previsto por los economistas. En buena medida esto se atribuye al proceso de coordinación, mediante el desarrollo de consultas internacionales.

Asimismo, se considera que el FMI realizó una labor importante al respecto. La vinculación del proceso de coordinación en el G-7, con una más amplia colaboración internacional sobre el funcionamiento de la economía mundial, requiere una institución suficientemente integral entre sus miembros como para reunir a

todos los países. Siendo así, el Fondo debe desempeñar un papel central en la coordinación, si, como ya se expresó anteriormente, se desea que ese proceso sea sistémico y no episódico.

Después del Acuerdo del Hotel Plaza, el siguiente paso en la evolución de la cooperación en el manejo de los tipos de cambio, consistió en reducciones coordinadas en las tasas de interés. Los días 6 y 7 de marzo de 1986, los bancos centrales de Francia, Alemania, Japón y Estados Unidos bajaron sus tasas de redescuento con la esperanza de estimular el crecimiento global sin provocar un proceso de realineamiento en los tipos de cambio. El 21 de abril, nuevamente las autoridades monetarias de Japón y Estados Unidos hicieron descender sus tasas de descuento.

● Los indicadores en el proceso de coordinación

El propósito de avanzar hacia una mayor coordinación se hizo patente en la XII Cumbre (Tokio, 4 y 5 de mayo de 1986) donde surgieron nuevos mecanismos para reforzar la supervisión de la economía de cada uno de los participantes, siempre con vistas a promover el crecimiento mundial. Tales mecanismos fueron:

1. *Reuniones del Grupo de los Suplentes del G-7*, por lo menos una vez al año en el periodo comprendido entre cada Cumbre, a fin de evaluar los objetivos y pronósticos económicos de cada uno de esos países y revisar la "mutua compatibilidad" de sus políticas económicas.

2. *Un conjunto de indicadores económicos cuantitativos*, con base en los cuales se llevaría a cabo la "supervisión multilateral", contando con la cooperación del FMI. Los indicadores listados en la Declaración Económica de Tokio son, entre otros: las tasas de crecimiento del producto nacional bruto (PNB), los saldos de la balanza en cuenta corriente y de la balanza comercial, las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, el nivel de las reservas internacionales y los tipos de cambio.

Como se observa, se trata de desarrollar no sólo indicadores de los tipos de cambio, sino indicadores del comportamiento

económico general básico. Se aspira a que los gobiernos manobren para alcanzarlos y si alguno se aparta de ellos, modifique su política económica en consecuencia. La Declaración de la Cumbre recomendó "dirigir esfuerzos primordialmente a las condiciones económicas fundamentales subyacentes" y reafirmó el compromiso de la Cumbre de Williamsburg (1983) de "intervenir en los mercados monetarios cuando ello fuera de utilidad".

El uso de los indicadores entraña el compromiso de cada uno de los países de establecer objetivos y efectuar proyecciones a mediano plazo de su propia economía. Se utilizarían indicadores de resultados económicos para examinar y evaluar las tendencias de la economía. Los indicadores económicos no son una fórmula mágica, pero pueden contribuir a definir el ámbito de los debates de coordinación, y a hacer que sean más sistemáticos y concretos. El objetivo de los indicadores es proporcionar hitos con respecto a los cuales medir los resultados de los esfuerzos de coordinación.

De tenerse éxito, en el futuro se aspiraría a que los restantes miembros del G-10 se sumaran a estos esfuerzos.

El interés en el uso de indicadores objetivos en la supervisión multilateral surgió desde 1972,²⁸ pero pronto se vio opacado cuando la realidad obligó a pasar a un sistema de tipos de cambio flotantes, en el cual se supuso, erróneamente, que las cuestiones de balanza de pagos tendrían menos importancia y por lo mismo los indicadores ya no serían tan necesarios. La evolución de la economía mundial demostró lo contrario y el tema de los indicadores volvió a plantearse en abril de 1986 durante la reunión del Comité Provisional del FMI, en la cual se pidió a los directores ejecutivos que explorasen "la formulación de un conjunto de indicadores objetivos relacionados con acciones de política y desempeño económicos, teniendo en consideración un marco a mediano plazo".²⁹

Pero fue la Declaración de la Cumbre Económica de Tokio (mayo de 1986) la que –como se acaba de ver– dio un decidido apoyo al uso de indicadores y estipuló que al evaluar la evolución

²⁸ Andrew Crockett, "Los indicadores y la cooperación económica internacional", en *Finanzas y Desarrollo*, publicación trimestral del FMI y del Banco Mundial, vol. 25, núm. 3, septiembre de 1988, pp. 20-23.

²⁹ Reunión del Comité Provisional del FMI, en *Boletín del FMI*, vol. 15, núm. 8, Washington, 28 de abril de 1986, p. 123.

económica en los siete principales países industriales se utilizara una lista específica de dichos instrumentos.

Las declaraciones de estas dos reuniones señalaron un compromiso hacia el objetivo de una mayor coordinación de política económica, pero no establecieron directrices claras sobre cómo habrían de utilizarse los indicadores.

El fin principal de éstos es permitir la cuantificación de los objetivos y logros económicos de los países en lo que respecta tanto a la adopción de medidas como a los resultados obtenidos.³⁰

Uno de los elementos de fondo más importantes de la anhelada ordenación monetaria, es precisamente el paulatino afinamiento de los indicadores, los cuales proporcionan una base respecto a la cual fijar los objetivos y vigilar el progreso realizado hacia los mismos.

Desde un punto de vista técnico, los indicadores parecerían constituir una muy buena idea. Pero diversos autores plantean que en la práctica no funcionarían:

¿Qué pasaría si un gobierno decide que está haciendo todo bien desde un punto de vista interno y no quiere cambiar?, y, ¿qué sucederá si los mismos indicadores están en conflicto? Si el crecimiento se está moviendo en la dirección correcta y la cuenta corriente en la dirección incorrecta, entonces ¿qué hacer?³¹

Nada en el sistema determina quién debería hacer ajustes, cuándo y en qué medida. Si no hay consenso sobre el tipo de indicador de ajuste, difícilmente podrá existir un objetivo clave: mantener cierto grado de equilibrio en cuenta corriente en todo el sistema.

Por supuesto que el uso de indicadores acarrea considerables dificultades prácticas. No obstante, es indudable que para evitar los problemas que traen consigo políticas divergentes o incompatibles entre sí, es esencial una actitud de cooperación en el manejo de la economía mundial.

³⁰ Andrew Crockett, "Surveillance over Exchange Rate Policies" e "Indicator of Policies and Economic Performance", en *Strengthening the IMS; Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators*, FMI, Occasional Papers, núm. 50, Washington, febrero de 1987.

³¹ Manuel H. Johnson, en John H. Makin, *op. cit.*, p. 26.

Es innegable que el intentar un programa detallado para la formulación de medidas de política económica, restringiría la flexibilidad para responder a perturbaciones inesperadas.

Por ello, un grado muy elevado de precisión en la gestión de la coordinación sería rechazado por los países involucrados. De lo que se trataría sería de llegar a acuerdos internacionales que no restrinjan por sí mismos las políticas económicas, sino que establezcan la decisión de cooperar en campos de interés común.

Si se les perfecciona lo suficiente como para que sirvan de base para la deliberación multilateral, los indicadores podrían fortalecer la supervisión internacional y el intercambio de información entre los países, algo decisivo para la cooperación efectiva.³²

El proceso de coordinación siguió adelante en la reunión anual de 1986 del FMI, cuando los ministros del G-7 convinieron en que en lo sucesivo sus países deberían formular su política económica teniendo en cuenta estos objetivos:

–Seguir ajustándose a una política monetaria acertada, que respalde el crecimiento no inflacionario y que contribuya al ajuste internacional a fin de mantener las condiciones propicias para la confianza de las empresas y las bajas tasas de interés.

–Seguir eliminando las rigideces estructurales a fin de aumentar el potencial de producción a largo plazo de las economías.

*–Llevar adelante los esfuerzos por resistir las presiones proteccionistas.*³³

Como se advierte, estos objetivos son muy semejantes a los establecidos en anteriores acuerdos –en especial en el del Hotel Plaza– y revela el poco éxito en su consecución, pese a declaraciones oficiales en contrario.

³²Para un análisis completo sobre los indicadores, consúltese Andrew Crockett, "Strengthening International Cooperation: the Role of Indicators in Multilateral Surveillance", en *The Quest for National and Global Economic Stability*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Países Bajos, mayo de 1986.

³³"Declaración del G-7", 26 de septiembre de 1986, reunión anual del FMI, *Boletín del FMI*, vol. 16, núm. 9, Washington, 11 de mayo de 1987, p. 137.

● Acuerdos Estados Unidos-Japón

Semanas más tarde, el 31 de octubre de 1986, James Baker, a la sazón Secretario del Tesoro estadounidense, y Kiichi Miyazawa, Ministro de Hacienda de Japón, anunciaron que habían llegado a un acuerdo de cooperación económica entre sus países, como parte del cual Japón redujo su tipo de redescuento del 3.5 al 3% y se comprometió a dictar medidas tendientes al fomento de la actividad económica en su país. Por su parte, Estados Unidos manifestó su firme determinación de reducir considerablemente y en forma sostenida el déficit de su presupuesto federal, de conformidad con la Ley Gramm-Rudman-Hollings. Señaló también que acababa de sancionar una ley de reforma fiscal, en virtud de la cual esperaba crear nuevos incentivos para la inversión y el trabajo y promover el crecimiento de la economía estadounidense.

Dentro de este marco de concertación económica bilateral Estados Unidos-Japón, Baker y Miyazawa volvieron a reunirse el 20 de enero de 1987 para deliberar sobre temas económicos, comerciales y financieros de interés común. La declaración emitida refleja los esfuerzos de ambos países por coordinar su política económica: convinieron en seguir adoptando medidas de colaboración encaminadas a estimular el crecimiento económico y reducir los desequilibrios de balanza de pagos; asimismo, acordaron controlar la evolución de la relación cambiaria. Sostuvieron que en la mayor parte del periodo transcurrido desde el 31 de enero de 1986, la relación dólar-yen se había ajustado, en general, a los factores fundamentales de la economía, y por ello manifestaron la conveniencia de seguir colaborando en cuestiones relacionadas con los mercados de cambio.

Baker y Miyazawa destacaron la importancia de multiplicar las consultas con otros grandes países industriales, a fin de coordinar su política económica y de esta manera promover el crecimiento económico internacional, reducir los desequilibrios y propiciar la liberalización de los mercados.

Algunos vieron en este acuerdo de coordinación de las políticas económicas estadounidense y japonesa, un paso tendiente a la creación de una zona meta para la relación dólar-yen, que es sin

lugar a dudas la relación monetaria bilateral básica en la economía mundial.

● Acuerdo del Louvre

A casi año y medio del Acuerdo del Hotel Plaza y del inicio de la baja del dólar, se trató de no rebasar el objetivo y de evitar una caída brusca de esa moneda, y para cumplir "una función de supervisión multilateral de las economías de sus países", los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-7, menos Canadá, se reunieron el 22 de febrero de 1987 en París. Fruto de esta reunión fue el llamado *Acuerdo del Louvre*.

Según se expresó en tal Acuerdo, la considerable variación de las tasas cambiarias a partir del Acuerdo del Hotel Plaza, había contribuido a reducir los desequilibrios de balanza de pagos, y a que *los tipos de cambio de sus respectivas monedas fluctuaran dentro de límites compatibles, en general, con la situación económica imperante.*

El Acuerdo del Louvre derivó en cierta forma, de la Declaración Económica de Tokio en la cual, como se recordará, se estableció un grupo integrado por los ministros de finanzas, que haciendo uso de una gama de indicadores económicos, examinarían la evolución y las perspectivas de sus economías.

Tras señalar que a partir de la Conferencia Cumbre de Tokio (mayo de 1986) se habían logrado progresos hacia la consecución de una expansión económica sostenible y no inflacionaria, tuvieron que reconocer la persistencia de pronunciados desequilibrios en las balanzas comercial y en cuenta corriente, con los consecuentes graves riesgos económicos y políticos; por lo tanto aceptaron la necesidad de reducir tales desajustes mediante un crecimiento económico internacional más equilibrado.

Al convenir en que el proteccionismo es contraproducente, se comprometieron a oponer resistencia a la creación de barreras comerciales y reafirmaron su respaldo a la celebración de una nueva serie de negociaciones comerciales. Asimismo, destacaron la importancia de redoblar esfuerzos en la estrategia adoptada para hacer frente al problema de la deuda externa.

A fin de lograr un crecimiento económico internacional más equilibrado, los países superavitarios manifestaron su decisión de adoptar medidas encaminadas a reforzar la demanda interna y reducir los superávits de sus balanzas de pagos, manteniendo al mismo tiempo la estabilidad de precios; los países deficitarios, por su parte, expresaron su firme determinación de promover un crecimiento económico continuo, con bajas tasas de inflación, y a la vez reducir sus desequilibrios internos.

En general tiende a considerarse el Acuerdo del Louvre como un convenio sobre tipos de cambio, pero como se advierte, implicó compromisos en cuanto a política económica por parte de los países involucrados; concretamente, la promesa alemana de hacer recortes impositivos, las seguridades de Japón de poner en marcha una reforma impositiva y una política de estímulos fiscales y la exhortación a Estados Unidos para que recortara el déficit federal a 2.3% del PNB en 1988. Pero es innegable que los tipos de cambio fueron el aspecto más relevante del mencionado Acuerdo.

Lo anterior debido a que desde finales de 1986, la cotización del dólar había vuelto a ser fuente de tensiones internacionales. Ante la resistencia de los otros países para adoptar medidas expansionistas en el grado deseado por la administración Reagan, Estados Unidos había seguido buscando el equilibrio externo por medio de la depreciación del dólar. Esto había perjudicado seriamente a las industrias exportadoras del extranjero, cuyos gobiernos decidieron que había que poner un freno a la baja del dólar.

Aunque no se hizo pública la referencia exacta de los niveles o rangos permitidos de variación, es sabido que *en el Acuerdo del Louvre se establecieron zonas metas para los tipos de cambio* y los signatarios se comprometieron a defenderlas interviniendo en el mercado de cambios. Extraoficialmente se dijo que en el comunicado no hecho público, las bandas establecidas fueron de 5% hacia arriba y hacia abajo de 1.825 dm y 153.5 yenes por dólar.

En la reunión del FMI correspondiente a la mitad del ejercicio 1987,³⁴ nuevamente la Declaración del G-7 estableció continuidad en los esfuerzos de coordinación, aunque en general se limitó a

³⁴ "Declaración del G-7" (8 de abril de 1987). Reunión del Comité Provisional del FMI, en *Boletín del FMI*, vol. 16, núm. 9, Washington, 11 de mayo de 1987, p. 137.

mencionar cuestiones establecidas ya en declaraciones, comunicados o acuerdos anteriores. Así por ejemplo, reiteró el compromiso de cooperación, analizó el avance logrado en la aplicación de las decisiones adoptadas en el marco del Acuerdo del Louvre. Se insistió en la necesidad de oponerse a las crecientes presiones proteccionistas, mantener la expansión económica mundial y reducir los desequilibrios del comercio internacional.

El punto 3, aunque tampoco novedoso, interesa para el objeto de este estudio: "Los ministros y gobernadores reiteraron el punto de vista según el cual las monedas de sus países oscilan dentro de gamas acordes con los factores fundamentales de la economía y la orientación básica de la política económica anunciados en la reunión del Louvre."³⁵

Como se advierte, a partir del Acuerdo del Hotel Plaza, el tema de la coordinación de la política económica parece ser el hilo conductor de las diferentes reuniones entre los grandes países industriales, aunque a juzgar por la repetición de los objetivos, pocos avances concretos se pueden citar en su favor. Sin embargo, cabe imaginar que sin estos esfuerzos de cooperación, la situación económica internacional sería aún más grave.

Quienes suscribieron el Acuerdo del Louvre obviamente se mostraron satisfechos de sus resultados. Empero, un juicio más profundo permite observar que tal Acuerdo no logró sus objetivos –algunos hablan incluso de su "fracaso"–, pues aspiró a estabilizar los tipos de cambio en niveles insostenibles. Efectivamente, los límites fijados en ese Acuerdo fueron ampliados en meses posteriores, al hacerse cada vez más inconsistentes con la realidad económica, pues dadas las diferencias de precios entre Estados Unidos y el resto de los países industriales, los desequilibrios en cuenta corriente subsistían.

Se pretendió mantener los tipos de cambio dentro de márgenes muy estrechos, sin proporcionar espacio adecuado para las fluctuaciones a corto plazo y desencadenó intervenciones las más de las veces inútiles. La falta de disposición de los tres grandes a emprender los cambios profundos de política económica a que se habían

³⁵ *Ibidem.*

comprometido, determinó que los tipos de cambio amenazaran con rebasar las lindes y esto exacerbó a los especuladores.

A partir del Acuerdo del Louvre, las medidas de política económica, especialmente en lo que atañe a la política fiscal, han sido más específicas, pero no se ha llegado a establecer una estrategia coordinada.

● Cumbres 1987-1991

En la *XIII Cumbre* (Venecia, junio de 1987) se siguió fortaleciendo el uso de los indicadores, al acordar el G-7 perfeccionar los mecanismos de coordinación de la política económica y de supervisión multilateral de la misma. En la Declaración correspondiente, los líderes de los siete grandes sostuvieron que el mayor uso de indicadores económicos en un sistema de supervisión más estricto, implica:

-El compromiso de cada país de establecer metas y proyecciones económicas a mediano plazo y el compromiso del Grupo de establecer metas y proyecciones económicas que sean mutuamente coherentes.

-El uso de indicadores de resultados económicos a fin de examinar y evaluar las tendencias económicas y determinar si hay desviaciones considerables con respecto a la trayectoria prevista, que requeriría la adopción de medidas correctivas.

-...considerar que estas medidas constituyen un paso importante en la promoción de un crecimiento económico mundial no inflacionario y de una mayor estabilidad monetaria.³⁶

Respaldaron los acuerdos encaminados a promover una mayor estabilidad cambiaria, establecidos por los ministros de Hacienda del G-7 en febrero de 1987 y que formaron parte del Acuerdo del Louvre. Los gobernantes reunidos en Venecia señalaron que desde la Cumbre de Tokio (1986) el grupo había estado coordinando más estrechamente su política económica, con el fin de lograr una ma-

³⁶ "Declaración de la Cumbre de Venecia", en *Boletín del FMI*, vol. 16, núm. 12, Washington, 22 de junio de 1987, p. 188.

yor coherencia en el plano interno y una mayor compatibilidad en el plano internacional.

Los países superavitarios convinieron en estructurar sus programas económicos con miras a afianzar la demanda interna y reducir el superávit de balanza de pagos manteniendo, al mismo tiempo, la estabilidad de precios. Por su parte, los países deficitarios convinieron en reducir sus desequilibrios fiscales y de balanza de pagos, adoptando paralelamente medidas encaminadas a promover un crecimiento económico sostenido y no inflacionario; como se advierte, existe poca diferencia con declaraciones de cumbres anteriores.

Los jefes de Estado y de gobierno del G-7 instaron a los restantes países industriales a participar en los esfuerzos por estimular la actividad económica en todo el mundo. Apremiaron a los países de industrialización reciente a colaborar más activamente en la tarea de preservar el sistema de comercio internacional abierto, mediante la reducción de las barreras comerciales y la aplicación de medidas que permitan una mejor adaptación de su moneda nacional a las tendencias económicas básicas.

A poco de realizada la Cumbre de 1987, ocurrió el desplome mundial de las bolsas de valores iniciado en Wall Street (19 de octubre de 1987), lo cual puso fin a los meses de relativa estabilidad cambiaria. Tal fenómeno siguió inmediatamente a una disputa entre Estados Unidos y la RFA en torno a las tasas de interés.

Las percepciones del mercado de que las políticas económicas no eran las adecuadas para efectuar los ajustes necesarios a plazo medio de los desequilibrios externos entre los principales países, fue un factor determinante en lo ocurrido.

Pero el hábil manejo de la política monetaria inmediatamente después del *crack*, evitó una crisis económica mayor al crear confianza: primeramente, los bancos centrales –encabezados por el Fed– se apresuraron a proporcionar liquidez al sistema financiero y dejaron ver que estaban en condiciones de proveer la que fuera necesaria; otras medidas aseguraron que el daño se limitara a los mercados accionarios, sin permitir que se extendiera. Desde luego las tasas de interés descendieron en todo el mundo. En muchos países, particularmente en Estados Unidos, Japón y Canadá, el

exceso de liquidez fue retirado con relativa rapidez sin perjudicar a las instituciones financieras y sin atizar expectativas inflacionarias.³⁷

Al mismo tiempo hubo señales de que se debilitaba el proteccionismo, debido sobre todo al recuerdo de los errores cometidos tras la gran crisis de 1929. En Estados Unidos, la política fiscal se fortaleció; el paquete de medidas para la reducción del déficit, adoptado en diciembre de 1987, resultó mejor de lo esperado con antelación a la declinación de los mercados de valores. Sin embargo, faltó dar pasos adicionales para promover el ajuste en cuenta corriente y en la relación ahorro-inversión de Estados Unidos.

En cuanto a la cotización del dólar, las autoridades estadounidenses permitieron su depreciación más allá de los límites establecidos en el Acuerdo del Louvre. Posteriormente se hicieron otros intentos de fijar zonas para los tipos de cambio; los fracasos oficiales en resistir las presiones del mercado quedaron hasta cierto punto encubiertos por la resistencia de las autoridades correspondientes a hacer públicos los límites acordados.

En respuesta a la caída en las bolsas de valores, el proceso de coordinación de la política internacional se vio en cierto modo fortalecido con el comunicado del G-7 *Acuerdo sobre la economía mundial* (22 de diciembre de 1987),³⁸ considerado el de mayor trascendencia en este ámbito, después del Acuerdo del Hotel Plaza (1985), la Declaración de la Cumbre de Tokio (1986) y el Acuerdo del Louvre (1987), calificados todos ellos como verdaderos hitos en la evolución de la coordinación de la política económica.

En el *Acuerdo sobre la economía mundial*, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales fueron más específicos al enumerar sus intenciones sobre política económica y sus compromisos; reafirmaron su convicción de que seguían siendo válidos los objetivos básicos y la orientación de la política económica convenidos en el Louvre y que constituían la base para una evolución favorable de la economía mundial.

Como después del derrumbe en el mercado de valores, el dólar se depreció notablemente frente al resto de las divisas, en el *Acuerdo sobre la economía mundial* se advirtió a los mercados de

³⁷FMI, *World Economic Outlook*, Washington, abril de 1988, p. 50.

³⁸*Boletín del FMI*, vol. 17, núm. 1, Washington, 18 de enero de 1988, p. 11.

Al considerar que es en bien de todos conseguir unos tipos de cambio estables entre sus monedas, acordaron seguir cooperando estrechamente en la vigilancia y puesta en práctica de medidas que fortalecieran los elementos económicos fundamentales y que promovieran la estabilidad de los tipos de cambio. Para ello se comprometieron a cooperar estrechamente en los mercados de cambio.

Estados Unidos se propuso reducir el déficit según las disposiciones de la legislación Gramm-Rodman-Hollings. En el ejercicio de 1987 hubo ya una reducción de 73 000 millones de dólares, es decir, 1.9% del PNB, que situó el déficit en un 3.4% del PNB frente a un máximo registrado en años anteriores de 6.3 por ciento.

En la Declaración emitida por el G-7 en el marco de la Reunión del Comité Provisional correspondiente a 1988 (Washington, 13 de abril), se apuntan elementos que si se comparan con los del año anterior, revelan cierto fortalecimiento en los esfuerzos de coordinación y sobre todo hacen ver en éstos un claro sentido de continuidad y permanencia.

Así, por ejemplo, manifestaron su interés por ejercer una supervisión multilateral de sus economías, de conformidad con el acuerdo sobre coordinación de la política económica, concertado en la Cumbre de Venecia (1987). Como parte de sus continuos esfuerzos por hacer más estrecha la coordinación económica, acordaron elaborar un índice de precios de los productos básicos, como un instrumento analítico más, que sería incluido en la serie de indicadores que ya se utilizaban. En este contexto, acordaron estudiar nuevas formas de mejorar *el funcionamiento del SMI y el proceso de coordinación económica*.

Al igual que en ocasiones anteriores, empezaron por manifestar su satisfacción por la evolución económica y financiera internacional desde su reunión previa (cuando se firmó el *Acuerdo sobre la economía mundial*, en diciembre de 1987): mejoría en la economía de sus países, crecimiento sostenido con una baja tasa de inflación, corrección de los desequilibrios de balanza de pagos y creciente estabilidad de los tipos de cambio. Sin embargo, señalaron la conveniencia de prestar mayor atención a las reformas estructurales a fin de lograr mayor flexibilidad en sus economías y mejorar los procesos de crecimiento y ajuste económico, mejorar

las condiciones económicas fundamentales y consolidar la estabilidad de los tipos de cambio. Para esto último, acordaron seguir cooperando estrechamente en los mercados cambiarios.

Tal como había ocurrido desde la Cumbre de Venecia, el G-7 exhortó a las economías de "reciente industrialización" a asumir una mayor responsabilidad en la tarea de establecer un sistema de comercio y pagos internacionales sin trabas; para ello se insistió en que redujeran sus barreras al comercio internacional y que permitieran que sus monedas reflejaran el vigor de su situación económica.

En el mismo foro –reuniones de abril del FMI– el comunicado de prensa del G-10 resaltó la necesidad de una continua coordinación y el compromiso de cooperar estrechamente en materia de política cambiaria, en vista de que las perspectivas de lograr un mayor crecimiento económico en un contexto de baja tasa de inflación y un comercio internacional más abierto, se verían favorecidas por una estabilidad ininterrumpida de los tipos de cambio de sus monedas.

En la reunión celebrada en París el 18 y 19 de mayo de 1988, los ministros del Consejo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), reiteraron la importancia de la cooperación internacional en el campo de la política macroeconómica y microeconómica.³⁹ En su comunicado declararon que los países miembros cooperarían para afianzar los aspectos positivos de la situación económica, aplicando medidas que permitieran respaldar un crecimiento económico no inflacionario, corregir los desequilibrios de balanza de pagos, contener los déficit presupuestarios, lograr un equilibrio adecuado entre la inversión y el ahorro interno, mantener el orden en los mercados financieros y asegurar una mayor estabilidad de los tipos de cambio.

Se señaló que en Estados Unidos lo fundamental era reducir realmente el déficit presupuestario federal. En Japón, mantener el crecimiento económico impulsado por una vigorosa demanda interna y acompañado por el rápido aumento de la importación. Por

³⁹ *Boletín del FMI*, vol. 17, núm. 11, Washington, 6 de junio de 1988, p. 161.

su parte, los gobiernos europeos se comprometieron a acrecentar la flexibilidad de los mercados financieros, modificar la política agrícola, reorientar las finanzas públicas, reducir las distorsiones creadas por los sistemas tributarios y mejorar la flexibilidad de los mercados de trabajo.

Por lo que respecta al comercio exterior, se resaltó la importancia de mantener el impulso a las negociaciones multilaterales de la Ronda Uruguay.

Muy importante fue lo referente a los mercados financieros. Se señaló que la liberalización y la reforma reglamentaria habían producido algunas mejoras, pero la crisis bursátil de 1987 y la forma en que la conmoción se transmitió a todos los mercados y países, planteaban inquietudes acerca de la vulnerabilidad y limitaciones de las políticas económicas basadas en enfoques puramente nacionales. Por tanto, era necesario acrecentar la cooperación internacional para garantizar la estabilidad de los mercados financieros.

Al celebrarse la *XIV Cumbre* (Toronto, junio de 1988), se había disfrutado ya de un periodo de estabilidad cambiaria de aproximadamente seis meses. Por ello, se manifestó la satisfacción ante el progreso logrado en el uso de indicadores analíticos, a los cuales se agregó un indicador de los precios de los productos básicos, como se señaló al mencionar la reunión del Comité Provisional del FMI (abril de 1988).

Las fluctuaciones cambiarias registradas a partir de 1985, especialmente la depreciación del dólar estadounidense frente al yen y las principales monedas europeas, desempeñaron un papel importante en el ajuste de los saldos comerciales reales. En Toronto, el G-7 repitió su afirmación de que una excesiva fluctuación de los tipos de cambio, una nueva baja del valor del dólar o un alza de esta moneda de tal magnitud que resultara desestabilizadora para el proceso de ajuste, podría ser contraproducente al reducir las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

En vista de esto, se intensificó la colaboración internacional y por ende la coordinación de la política económica, conforme a los principios acordados en la Cumbre de Tokio (1986), reiterados más tarde en la Cumbre de Venecia (1987).

La colaboración internacional implica algo más que la coordinación de la política macroeconómica. Las reformas estructurales complementan aquélla, la hacen más eficaz y sientan las bases de un crecimiento económico más firme.⁴⁰

Buena parte de los debates y de la Declaración de la Cumbre de 1988 se centraron en los problemas de la deuda externa de los países subdesarrollados, aspecto sobre el cual tampoco ha habido avances significativos en las reuniones internacionales.

En la reunión anual del FMI correspondiente a 1988, Paul J. Keating, tesorero de la Mancomunidad de Australia, sugirió que la coordinación no se limitara a las intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios, sino que incluyera medidas para atacar de manera efectiva los problemas fundamentales.

Esto implicaría coordinar eficazmente las políticas macroeconómicas entre los principales países industriales. La cooperación y la corresponsabilidad son absolutamente indispensables para mantener el crecimiento no inflacionario, seguir avanzando en la solución de los problemas de la deuda externa y mejorar el funcionamiento del SMI.

Con la XV Cumbre (París, julio de 1989) se inició la tercera serie de este tipo de conferencias, lo cual significa que por tercera vez cada país del G-7 sería anfitrión. Como se recordará, la primera se realizó en Rambouillet (Francia), en 1975 y la segunda en Versalles, en 1982. En opinión de los dirigentes del G-7, la serie que comenzó en 1982 coincidió con uno de los periodos más prolongados de crecimiento económico sostenido desde la segunda guerra mundial. En el texto de la Declaración de la Cumbre de 1989, destacan los puntos que se reproducen a continuación:

Es necesario avanzar más en el ajuste de los desequilibrios de balanza de pagos mediante la cooperación internacional.

En los países que registran déficit fiscales y en cuenta corriente, incluidos Estados Unidos, Canadá e Italia, es necesario seguir reduciéndolo [...] Ello podría contribuir a reducir la brecha entre el ahorro y la inversión y los desequilibrios de balanza de

⁴⁰ "Declaración de la Cumbre de 1988", en *Boletín del FMI*, vol. 17, núm. 13, Washington, 4 de julio de 1988, p. 219.

pagos, contener la inflación y fomentar una mayor estabilidad de los tipos de cambio en un contexto de tasas de interés decrecientes.

Los países con superávit de balanza de pagos, incluidos Japón y la RFA, deben seguir aplicando una política macroeconómica adecuada y reformas estructurales que fomenten el crecimiento económico no inflacionario y la demanda interna y que faciliten el ajuste del sector externo de la economía.

Los países de reciente industrialización deben asumir el papel que les corresponde en la economía mundial, en vista del desarrollo que han alcanzado a últimas fechas.

En virtud de los acuerdos del Plaza y del Louvre, nuestros países convinieron en aplicar medidas de supervisión y coordinación básicas de su economía y fomentar una estabilidad de los tipos de cambio consecuentes con dichas condiciones. Estos dos aspectos son complementarios.

El proceso de coordinación ha contribuido eficazmente al desarrollo económico mundial y al logro de un mejor funcionamiento del SMI. Ha habido también una continua cooperación en los mercados de cambio. Es importante mantener y desarrollar este enfoque cooperativo y flexible con el fin de mejorar el funcionamiento y la estabilidad del SMI de manera compatible con las condiciones básicas de la economía. En consecuencia, pedimos a los ministros de Hacienda que sigan estudiando las posibles medidas que podrían adoptarse para mejorar la coordinación económica, la cooperación en los mercados de cambio y el funcionamiento del SMI.⁴¹

En el contexto de la Comunidad Económica Europea, el Sistema Monetario Europeo ha contribuido a lograr en gran medida la convergencia de política económica y la estabilidad monetaria.

El comercio mundial tuvo una rápida expansión en 1988. Sin embargo, el proteccionismo sigue siendo una amenaza.

⁴¹ Como se advierte, este párrafo contiene una exhortación análoga a la que se ha venido repitiendo cuando menos desde 1983, lo que demuestra que pese a los supuestos buenos propósitos enunciados en cada declaración, los resultados han sido más bien pobres.

Cumpliremos los compromisos de *statu quo* y desmantelamiento adoptados en Punta del Este que implican, entre otras cosas, evitar toda medida que restrinja o distorsione el comercio internacional y que sea incompatible con las disposiciones del GATT y sus instrumentos. Nos comprometemos también a *rechazar las tendencias al unilateralismo, al bilateralismo, al sectorialismo y a la ordenación del comercio, que ponen en peligro el sistema multilateral y las negociaciones de la Ronda Uruguay*.⁴²

Pese a este tipo de declaraciones, la posterior evolución del comercio mundial, marcada por el retraso en la aprobación de la Ronda Uruguay y por la conformación de bloques económicos y comerciales, pareció indicar un mayor proteccionismo mundial.

La XVI Cumbre (Houston, Texas, del 9 al 11 de julio de 1990) no agrega nada de interés a declaraciones anteriores.

Algo semejante ocurrió en la XVII Cumbre (Londres, julio de 1991) en la cual se hizo la acostumbrada declaración anual de buenos propósitos. Los siete refrendaron su "firme apoyo" a los países subdesarrollados y señalaron que la apertura de sus mercados a las exportaciones de esas naciones, junto con una recuperación duradera y no inflacionaria de las economías industrializadas, constituía la clave para impulsar la prosperidad de los países menos desarrollados. Parte importante de esta Cumbre y de la Declaración correspondiente se dedicó a discutir la ayuda que eventualmente se concedería a la ex URSS y al ex bloque socialista.

Las potencias económicas reafirmaron que los esfuerzos regionales de integración, tales como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y otros "deben ser compatibles con el sistema comercial multilateral".

La Declaración Económica de la Cumbre de Londres consignó el compromiso de lograr un acuerdo definitivo en el GATT, pero no especificó promesas concretas de las partes involucradas tendientes a superar las diferencias que se propusieron resolver desde la anterior reunión cimera.

⁴²"Declaración de la Cumbre de 1989", París, 16 de julio de 1989, *Boletín del FMI*, vol. 18, núm. 15, Washington, 31 de julio de 1989, p. 234.

En materia de política económica, los siete afirmaron que en el tiempo transcurrido desde la Cumbre anterior, algunos de sus países mantuvieron un buen ritmo de crecimiento, pero otros se estancaron y entraron en un periodo de recesión. El crecimiento de la oferta monetaria estadounidense en 1985 y 1986, aceleró la inflación en 1987 y 1988. El Fed decidió entonces aplicar una política monetaria sumamente restrictiva –en 1989 la tasa de crecimiento de la oferta monetaria fue de sólo 0.9%)– que en el otoño de 1990 llevó a Estados Unidos a una prolongada recesión.

En la Cumbre de Londres, el G-7 insistió en que “una recesión global debe ser evitada” y en que por fortuna había “crecientes signos de recuperación económica global”. Dijeron compartir el objetivo de lograr una recuperación sostenida con estabilidad de precios. Para lograr ese fin, insistieron en la necesidad de mantener la estrategia de mediano plazo fijada en la Cumbre anterior.

Igualmente se comprometieron a aplicar políticas fiscales y monetarias que sirvieran de base para hacer descender las tasas de interés internacionales y declararon que en ese sentido era esencial la reducción de los déficit presupuestarios de los miembros del G-7.

En 1989 ocurrió la caída del socialismo en los países de Europa del Este, incluyendo la parte oriental de Alemania que se integró a Alemania Federal; la consecuente unificación económica implicó, entre otras cosas, que buena parte de los marcos orientales se convirtieran a DM en proporción de uno a uno, a pesar de que aquéllos tenían un poder adquisitivo mucho menor. El Bundesbank se opuso a esta medida aduciendo que atentaría contra la estabilidad de precios y la solidez del DM; efectivamente, el crecimiento de la oferta monetaria determinó el aumento de la inflación alemana, entre otras cosas porque los habitantes de la antigua Alemania Oriental gastaron mucho en bienes de consumo del lado Occidental.

La oferta monetaria no fue el único factor inflacionario. Para financiar inversiones en infraestructura y pagos de transferencias (en gran medida subsidios de desempleo) a lo que fue Alemania del Este, el gobierno alemán recurrió a una política fiscal expansionista. A estas presiones inflacionistas se sumó una deuda pública

creciente y un déficit en cuenta corriente, fenómenos todos ellos inimaginables en la República Federal Alemana hasta poco tiempo antes. La reacción contraccionista del Bundesbank acarrió serios problemas al resto de la Comunidad Europea, como se verá en el siguiente capítulo.



Evolución de la economía mundial a principios de los años noventa

● **Papel desempeñado por la coordinación de la política macroeconómica**

Los esfuerzos de coordinación reseñados, incluyendo los muy celebrados acuerdos del Plaza y del Louvre, considerados verdaderos hitos en la evolución de la cooperación monetaria internacional, no pudieron evitar que de septiembre de 1989 a septiembre de 1990 el dólar bajara 20% respecto al marco alemán, 18% frente a la libra esterlina y 14% con relación al yen. El dólar, tradicional moneda-refugio en casos de conflicto (como la crisis del Golfo Pérsico iniciada en el otoño de 1990), ha estado perdiendo valor de manera recurrente frente a otras divisas, debido en parte a problemas económicos internos y también a la menor influencia relativa de Estados Unidos en todo el mundo.

Como ya se señaló en el capítulo anterior, a mediados de 1990, en vísperas de la Guerra del Golfo Pérsico, la economía estadounidense entró en una larga recesión económica cuyos efectos se difundieron en Europa y Japón. La tasa estadounidense de desempleo subió de 5.3% en 1989 a cerca de 8% en 1992; en otros países industriales estos porcentajes fueron aún mayores. En Estados Unidos los ingresos impositivos cayeron y el déficit presupuestario (que se había reducido entre 1987 y 1989), volvió a aumentar; el desequilibrio en cuenta corriente disminuyó por el gran descenso en la inversión, sólo comparable al registrado en 1981-1982.

La mayoría de los expertos culpaba de esta caída a los problemas económicos que condujeron a Estados Unidos a la recesión, fundamentalmente la persistencia de los déficit presupuestario y comercial.

Sin embargo, otros opinaban que la debilidad del dólar no se debía tanto a la situación económica estadounidense, sino al fortalecimiento del yen y del marco alemán, y en un sentido más amplio, al vigor de la economía japonesa y de la economía alemana.

La crisis del Pérsico, que se desencadenó con la invasión a Kuwait por Irak el 2 de agosto de 1990, llevó al ya muy debilitado dólar, a los niveles más bajos registrados hasta entonces frente al marco alemán desde la segunda guerra mundial.

Esto motivó una junta del G-7 (Nueva York, 21 de enero de 1991) desarrollada en el ambiente de incertidumbre provocado por el mencionado conflicto bélico. En la declaración emanada de esa reunión, el grupo convino en fortalecer la cooperación y controlar los acontecimientos que afectaban a los tipos de cambio, e igualmente manifestó estar preparado para mantener la estabilidad en los mercados financieros internacionales. Y, algo muy importante por lo que ocurriría en las siguientes semanas: los participantes reafirmaron el objetivo de mantener "menores tasas de interés internacionales".

● ¿Coordinación monetaria?

Pese a lo expresado en la declaración del G-7, el Bundesbank (banco central de la RFA) se mantuvo firme en sus metas de lograr la estabilidad de precios, una moneda saludable y un crecimiento económico mesurado. El disparo del déficit fiscal (3.5% del PNB en 1990), el crecimiento de la oferta monetaria (6%) y el peligro de que se incrementara la tasa de inflación (cerca del 3%), determinaron que esa institución elevara de 6 a 6.5% la tasa de redescuento y de 8.5 a 9% la tasa Lombard.¹ Esto ocurrió a finales de enero de 1991, y fue resultado del proceso de unificación de Alemania.

¹ La tasa de descuento es la que aplica el banco central a los préstamos a corto plazo concedidos a los bancos privados, con garantía en efectivo; es la forma menos costosa del Bundesbank en el refinanciamiento bancario. La tasa Lombard es la que cobra el Bundesbank por los préstamos con garantía en valores; es la ventanilla crediticia de última instancia del Bundesbank, utilizada por los bancos sólo en casos de emergencia, cuando sufren contracciones de liquidez a corto plazo.

El presidente del Bundesbank, Karl Otto Pöhl, aseveró que esa institución adoptaría cualquier acción que fuera necesaria para mantener la estabilidad del marco, pues –recalcó– sin un marco alemán estable, el Sistema Monetario Europeo (SME) “sufriría un derrumbe”. De esta manera se defendió de los reproches lanzados por sus socios comunitarios ante el alza de las tasas de interés.

Pöhl aseveró además que la RFA no violaba la declaración contenida en el comunicado del G-7 (enero de 1991), en favor de “políticas monetarias orientadas a la estabilidad”. Destacó que a finales de 1990 y principios de 1991 la oferta monetaria de la que fuera Alemania Occidental sufrió un enorme incremento (29.7%) y por tanto eran necesarias tasas de interés más elevadas para orientar la política monetaria.

También el ministro alemán de finanzas, Theo Waigel fue objeto de reclamaciones directas de sus contrapartes de la entonces Comunidad Económica Europea (CEE), por el papel que asumió su país al subir las tasas de interés. Waigel se defendió señalando que el crecimiento alemán estaba impulsando las importaciones de la RFA procedentes del resto de la Comunidad, y ello estaba reduciendo el excedente de la balanza comercial germana, lo cual favorecía a sus socios de la CEE.

Efectivamente, la exportación de los países comunitarios –excluyendo a la RFA– sería mucho menor de no ser por la reunificación alemana. La República Federal Alemana estaba absorbiendo mercancías del resto de Europa, y su crecimiento se basaba cada vez más en la demanda interna y menos en la exportación. Los socios comerciales de Alemania que se beneficiaron más de ese vuelco en su saldo comercial, fueron España, Países Bajos y Francia. También se calcula que tanto Estados Unidos como Japón y otros países del este de Asia exportaron más a Alemania.

El aumento en las tasas de interés germanas fue seguido de movimientos similares en varios países de dentro y fuera de la CEE. En cambio en Estados Unidos, conforme a lo acordado por el G-7, pero sobre todo con el fin de estimular su economía en franca recesión, el Sistema de la Reserva Federal redujo las tasas de interés (febrero de 1991). Tanto el Bundesbank como el Fed tuvieron ra-

zones para modificar sus tasas de interés en la forma en que lo hicieron: en la economía alemana crecía la demanda aceleradamente, cuando en la estadounidense había bajado de manera considerable; para preservar el equilibrio en cada una, fue necesario mover las tasas de interés en direcciones opuestas.

● La economía germana tras la reunificación

A medida que se aceleraba la integración de Europa Occidental, los temores por el dominio económico y político que podría ejercer la Alemania unificada se entremezclaban con la esperanza en que ese país se convirtiera en la fuerza motriz del crecimiento que dirigiera no sólo a la CEE sino incluso a la economía mundial.

A finales de 1990, el crecimiento alemán se daba en medio de un evidente debilitamiento en una serie de importantes países industrializados y no solamente en Estados Unidos; también se mostraba esta tendencia en el Reino Unido, los países escandinavos, Francia y algunos otros. La posterior evolución de la economía alemana determinó que la "euroforia" de finales de la década de los ochenta cediera su lugar al "eurorealismo",² cuando desde el primer trimestre de 1991 empezó a frenarse la "locomotora" alemana, dando base a pronósticos pesimistas.

El enorme gasto de elevar la industria germanoriental a los niveles occidentales y los desembolsos requeridos para la reconstrucción de los países afectados por el conflicto del Golfo Pérsico, aumentaron el déficit presupuestario de la RFA.

Además, faltando a promesas preelectorales, el 31 de enero de 1991 el canciller Kohl finalmente reconoció que los impuestos tendrían que ser elevados a partir de julio de ese año para disminuir el déficit del sector público; esto fue "inevitable" a la luz de las altas transferencias a la URSS, de la ayuda a otros países de Europa

²Con "euroforia" se alude al entusiasmo que durante los años ochenta imperó entre los miembros de la Comunidad Europea por los éxitos alcanzados; al iniciarse la década de los noventa, la situación cambió ante una recesión mundial que golpeó severamente a la CE e hizo despertar a sus miembros, llevándolos al "eurorealismo".

Oriental, pero sobre todo –como se acaba de apuntar– del proceso de reunificación y de la participación en la guerra del Medio Oriente.³

En 1990, el déficit del sector público alemán se elevó a 95 000 millones de marcos (3.5% del PNB) y en 1991 ascendió a 140 000 millones de marcos (5% del PNB, el más alto desde 1975). Así pues, en proporción al PNB, el déficit federal alemán fue en 1991 tan elevado como la cifra equivalente en Estados Unidos durante la administración de Ronald Reagan. Pero –a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos– como el ahorro alemán es cuando menos el triple del estadounidense, el gobierno de Bonn puede recurrir a una proporción relativamente más elevada de ahorros internos para financiar el déficit.

A pesar de esto, K.O. Pöhl, presidente del Bundesbank, calificó de “muy inquietantes” las consecuencias que a largo plazo podrían tener los déficit gubernamentales tan altos, porque podrían alterar las bases del papel internacional del marco alemán. El Bundesbank deseaba que el rescate de la parte oriental del país se financiara básicamente con reducciones del gasto y, en menor medida con incrementos tributarios (que son inflacionarios y perjudican el crecimiento económico) y sólo marginalmente con endeudamiento. Por ello pidió al gobierno que en un periodo de cinco años redujera su déficit a niveles próximos a 2% del PNB.

Contrariamente a lo que se esperaba, los inversionistas no llegaron espontáneamente a la ex República Federal Alemana; fue necesario entonces emprender un plan de transferencias e incentivos gubernamentales que obviamente incrementaron el endeudamiento del gobierno.

Conviene apuntar que una reforma tributaria llevada a cabo en 1986 permitió que, entre 1986 y 1990 los contribuyentes alemanes gozaran de un alivio fiscal calculado en 50 000 millones de marcos alemanes (2.5% del PNB). No obstante esa reducción de impuestos –pero también debido a ella– las captaciones tributarias

³Alemania, aunque no envió tropas al Golfo Pérsico, respaldó financieramente a las fuerzas aliadas con un total de 11 000 millones de marcos alemanes (7 500 millones de dólares). Para cubrir estos gastos, el gobierno alemán empezó a endeudarse fuertemente en los mercados financieros mundiales.

directas se elevaron pronunciadamente en esos años, ya que se amplió la base tributaria. Así, cuando en 1991 el gobierno alemán (forzado por los gastos que trajo consigo la unificación) decidió aumentar los impuestos, la carga tributaria para los ciudadanos alemanes estaba en su nivel más bajo en 30 años.

Por otra parte, las cifras del comercio exterior alemán y de su balanza en cuenta corriente, empezaron a ser también desalentadoras en 1991: el superávit comercial alemán disminuyó en marzo de ese año a 1 600 millones de dólares, muy por debajo de los 8 200 millones de dólares de marzo de 1990. Y antes de lo esperado, en abril, se produjo el primer déficit comercial en diez años: 800 millones de dólares. Si se considera el primer trimestre de 1991 en su conjunto, todavía hubo un superávit de 5 400 millones de marcos.

Pero en ese mismo periodo, la balanza en cuenta corriente mostró ya un déficit de 5 900 millones de dólares, el primero registrado en el país desde principios de los años ochenta. En 1990, la balanza en cuenta corriente de Alemania había presentado un superávit de 60 000 millones de marcos y la balanza comercial de 92 000 millones de marcos.

El apetito importador alemán empezó después de que la introducción del marco alemán en lo que era la República Democrática Alemana (1 de julio de 1990), desató una demanda diferida por bienes de consumo, lo que hizo aumentar el crecimiento del volumen de las importaciones del país de 7% en 1989 a 11.5% un año después. Mientras tanto, el debilitamiento del mercado externo redujo de 7.5 a 1.5% en el mismo periodo el crecimiento del volumen de las exportaciones.

En junio de 1991 se registró un excedente comercial de sólo 191 millones de marcos, en comparación con 8 200 millones para igual mes de 1990; en julio y agosto siguieron registrándose superávits, pero ya de un monto más importante.

De manera sorprendente, el creciente endeudamiento gubernamental y el inusitado déficit en cuenta corriente fue recibido por economistas y funcionarios del gobierno alemán como una señal positiva; al dejar de ser el primer exportador del mundo, Alemania respondía a reiteradas demandas de sus socios comerciales

de que redujera sus exportaciones y se transformara en una locomotora del crecimiento europeo. En general, los economistas privados compartían esta opinión y confiaban en que la vulnerabilidad económica del país a causa del desequilibrio comercial y financiero fuera sólo pasajera.

La industria alemana compensaba la declinación de sus ventas al exterior, con la promoción de sus bienes en lo que era la Alemania Federal; un déficit comercial no es tan problemático si en el país existe una fuerte demanda interna.

En el primer semestre de 1991 la tasa de crecimiento de la economía en la parte occidental del país fue de 4.5%; en cuanto al sector oriental, se confiaba en que las inversiones realizadas por el gobierno alentarían su crecimiento hacia principios de 1992.

En junio de 1991, la tasa de inflación anualizada fue de 3.5%, pero al mes siguiente ascendió a 4.4%, muy alto para los estándares germanos (2.7% en 1990); en agosto descendió a 4.1% -tras nuevos aumentos en las tasas de interés-, razón por la cual se consideró que el alza de precios empezaba a frenarse.

● Fluctuaciones en el mercado de cambios (1991)

En cuanto a la economía estadounidense, a partir de julio de 1990, los índices arrojaron también resultados desalentadores. La tasa de crecimiento fue negativa en 2.8% en el primer trimestre de 1991. Sin embargo, concluida la Guerra del Golfo Pérsico, fueron apareciendo señales que para algunos indicaban el resurgimiento económico sobre la base del optimismo de los consumidores, de la demanda de exportaciones estadounidenses por parte de Arabia Saudita y de los pedidos de reconstrucción de Kuwait.

Además de una disminución en la tasa de desempleo, a lo largo del primer semestre de 1991 ocurrió un marcado descenso en el déficit comercial, que lo situó en una cifra anualizada de 68 000 millones de dólares, 37% menos que en 1990 (108 100 millones).

Algo que también hacía prever en breve el fin de la recesión, no sólo en Estados Unidos, sino también en otros países afectados por ese fenómeno, era el comparar los incrementos anuales en los precios al consumidor en el G-7, que en vísperas de la recesión

de 1982 promediaron 12.2% en 1980 y 10% en 1981. Esta vez, tales incrementos fueron de 4.5% en 1989 y 5% en 1990.

La confianza en una pronta recuperación de la economía estadounidense y el temor de que se frenara el crecimiento germano, determinaron que después de la baja sin precedente registrada por la moneda estadounidense el 11 de febrero de 1991 –en que se cotizó a 1.4425 DM–, se recuperara más de 32 pfennigs al ascender el 29 de abril de 1991 a 1.7673 DM, lo que significa un alza de 20% en ese breve lapso.

En relación con el yen el ascenso fue menor: 8.9%. Lógicamente, el marco alemán arrastró las divisas comunitarias a la baja frente al dólar.

Teóricamente, una baja en las tasas de interés –como la que se produjo en Estados Unidos a principios de febrero de 1991– determina que la divisa del país correspondiente –en este caso, la de Estados Unidos– se cotece a un menor precio en los mercados cambiarios. En esa ocasión, la experiencia del dólar desmintió tal tendencia, pues aunque la primera reacción ante la baja en las tasas de interés fue un mayor debilitamiento del dólar, días después éste empezó a experimentar una inusitada recuperación.

Ante esto, los bancos centrales del G-7, encabezados por el Bundesbank, realizaron ventas concertadas de la divisa estadounidense en el mercado abierto, esta vez –a diferencia de lo que habían hecho apenas un mes antes– con el propósito de contener su tendencia alcista. Ni Estados Unidos ni sus socios comerciales deseaban que el dólar se elevara considerablemente, a pesar de que esa divisa estaba subvaluada desde tiempo antes.⁴

Funcionarios estadounidenses afirmaron que casi todo el crecimiento económico de su país en 1990 se originó en las crecientes exportaciones y temían que al debilitarse las principales economías de Europa y Asia, y de mantenerse el dólar en alza, se comprometiera el nivel de exportaciones y la recuperación de Estados Unidos. Ya se ha mencionado la favorable evolución del déficit de

⁴Analistas de Government Securities Ltd., calculaban que a finales de marzo de 1991, el dólar valía realmente entre 1.8 y 2.0 DM y entre 160 y 180 yenes, valores que se alcanzaron, por lo que respecta al marco alemán, hasta mediados de junio de 1991, para descender en las semanas subsecuentes.

la balanza comercial en el primer semestre de 1991; obviamente, la administración estadounidense no deseaba un viraje en esa tendencia.

Estados Unidos aspiraba a un dólar estable pero no muy firme, así como a una economía fuerte para alentar la afluencia de la inversión externa. Pero durante 1990, los inversionistas extranjeros –sobre todo los japoneses– lejos de adquirir más valores estadounidenses, se deshicieron de ellos.

En vista de lo anterior, y dada la necesidad inmediata que tenía de financiar sus déficit fiscal y de comercio exterior, era imperativo que Estados Unidos elevara el ahorro interno. Su enorme déficit presupuestario revelaba que la administración de ese país necesitaba poner en orden sus finanzas y no pretender resolver sus problemas con base en intervenciones en los mercados de cambio por parte de sus socios del G-7.

En el comunicado final del G-7 correspondiente a la reunión que sostuvo en el marco de la Junta del Comité Provisional del FMI (Washington, 28 de abril de 1991), la única referencia a los mercados cambiarios fue que los miembros: “pasaron revista a la evolución de los mercados financieros internacionales y manifestaron una vez más su compromiso de mantener relaciones de estrecha colaboración en los mercados de cambio”.⁵

Incluso el ministro francés de finanzas, Pierre Béregovoy, llegó a afirmar que no había “mayor objeción” al nivel que guardaba el dólar. El documento mencionado destacó también: “la importancia de una política monetaria y fiscal que sienta las bases de una reducción de las tasas de interés y una recuperación económica internacional sostenida acompañada de estabilidad de precios”.⁶

Aunque como se advierte, los integrantes del G-7 convinieron en que deberían perseguir menores tasas de interés y un crecimiento económico más acelerado –al igual que lo acordado en enero–, dejaron a juicio de cada país adoptar las medidas económicas que juzgaran convenientes de acuerdo con su respectiva situación.

⁵ “Declaración del G-7”, Reunión del Comité Provisional del FMI. *Boletín del FMI*, vol. 20, núm. 10, Washington, 20 de mayo de 1991, p. 150.

⁶ *Ibidem*.

El sentir de los miembros del G-7 en relación con la coordinación, queda de manifiesto en una declaración del entonces presidente del Bundesbank, Karl Otto Pöhl, en el sentido de que la coordinación de políticas no significa que todo el mundo tiene que hacer lo mismo al mismo tiempo. Semanas después, en una conferencia internacional (Osaka, Japón, 7 de junio de 1991), Pöhl ratificaría lo anterior al aseverar que cualquier diferencia en las tasas de interés entre los países "refleja los diferentes ciclos de cada una de las economías" y que hasta entonces no se habían creado problemas.

Volviendo a la reunión de abril, en ella Estados Unidos puso especial empeño en lograr la disminución concertada de las tasas de interés para impulsar el crecimiento mundial. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la diferente evolución económica de los países industrializados, impidió movimientos concertados en las tasas de interés, poniéndose de relieve una vez más la incompatibilidad entre la política monetaria estadounidense y la de otros países con economía fuerte, como Alemania y Japón.

Estados Unidos –al igual que Canadá y el Reino Unido– enfrentaba en 1991 un periodo recesivo en el cual una dosis extra de liquidez, facilitada por tasas de interés bajas, podía coadyuvar a la recuperación.

Por el contrario, Alemania y Japón mantenían su etapa expansiva –aunque a un ritmo menor estaban trabajando casi a plena capacidad, por lo que existían riesgos de un sobrecalentamiento de la economía. En consecuencia, los bancos centrales de ambos países manifestaron –aun antes de iniciada la Guerra del Pérsico– su firme propósito de mantener políticas monetarias estrictas, a fin de contener los riesgos inflacionarios, desalentando la demanda y promoviendo el ahorro.

El marco alemán estaba bajo presión frente al dólar en los mercados cambiarios, pues los inversionistas meditaban sobre los costos y el impacto de la unificación alemana, así como sobre la disposición y capacidad del gobierno de Bonn para encontrar alguna forma de financiar ese proceso que no fuera la de incrementar los impuestos y aplicar políticas fiscales expansionistas. Las tenencias externas de activos financieros denominados en marcos se eleva-

ron 4.8% entre diciembre de 1989 y diciembre de 1990, al pasar de 651 700 millones de marcos a 683 100 millones; el Bundesbank aspiraba a que continuaran incrementándose dichas tenencias.

Atendiendo a las particularidades de su economía, Estados Unidos redujo el costo del dinero; la RFA lo aumentó para mantener la fortaleza del marco y evitar la salida de capital en momentos en que necesitaba allegarse recursos para continuar el proceso de reunificación. Tasas de interés menores, hubieran alejado a los inversionistas del marco alemán y desencadenado la inflación.

Los funcionarios estadounidenses temían que las políticas monetarias estrictas de la RFA y de Japón –centradas en el control de la inflación– frustraran los intentos por impulsar la recuperación económica mundial y condujeran a la recesión generalizada.

En vísperas de la reunión de primavera del FMI, en la inauguración del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (15 de abril de 1991), el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, ya había manifestado que las tasas de interés reales altas podrían contrarrestar los intentos internacionales para estimular el crecimiento económico y generar la extraordinaria cantidad de capital necesaria para financiar la reforma económica en lo que fueran Europa Oriental y la Unión Soviética, para reconstruir el Medio Oriente –devastado por la guerra– y para ayudar a los países subdesarrollados a salir de la crisis.

El funcionario admitió que los bancos centrales debían mantenerse vigilantes frente a la inflación, pero consideraba que la mayor necesidad que se enfrentaba era la de conseguir un firme crecimiento. Esto es, no debía descuidarse el control de la inflación, pero lo más importante era disponer de una oferta de dinero y de crédito para mantener en crecimiento la economía mundial.

El director gerente del FMI, invirtió el orden de importancia de estos factores: él expresó que el crecimiento económico era una preocupación básica, pero que no debía perderse de vista ni por un segundo la inflación. Al respecto afirmó que las tasas de interés no deberían reducirse artificialmente, pues correrían peligro los esfuerzos antinflacionarios. La experiencia indica que forzar reducciones en las tasas de interés, a largo plazo acarrea tasas más altas, a medida que los inversionistas en el mercado de bonos temen

nuevas presiones inflacionarias. Es ilusorio pensar que los gobiernos pueden controlar a voluntad las tasas de interés a largo plazo, simplemente con modificar las tasas nominales a corto plazo.

Las tasas de interés sobre créditos a largo plazo están determinadas por la disponibilidad de ahorros y por las expectativas inflacionarias; el forzar a la baja las tasas de interés sobre dinero a corto plazo, hace disminuir los ahorros e incrementa la inflación esperada, contrariamente a lo que se desea.

La clave para lograr el crecimiento y reducir la inflación simultáneamente, no está en reducir a voluntad las tasas de interés, sino en una "consolidación fiscal"; de ahí la importancia de elevar los ahorros mundiales y recortar los déficit presupuestarios. Por ello, el director gerente del FMI, Michel Camdessus, instó a Estados Unidos, Canadá, la RFA y otros países con déficit presupuestarios, a efectuar sustanciales recortes de gastos. Las firmes acciones fiscales –restricciones al gasto– permitirían que las tasas de interés bajaran sin presionar los precios y reducirían las presiones al alza en las tasas de interés en los países europeos, reduciendo así las tensiones dentro del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo.

Los comunicados del G-7, del G-24 y del Comité Interino –surtidos todos de las reuniones de abril de 1991 del FMI– coincidieron en urgir a los gobiernos nacionales a adoptar medidas tendientes a elevar los ahorros mundiales y abatir así sus déficit presupuestarios. Los esfuerzos para lograr esto no deberían verse afectados por las dificultades derivadas de la crisis del Pérsico y de la reconstrucción de Europa Central y Oriental.

Durante la reunión del G-7, en su afán de comprometer a Japón y a Alemania a bajar sus tasas de interés, Estados Unidos exageró el riesgo de una "contracción crediticia" global, así como la amenaza de una recesión mundial.

Destacó el duro golpe que para los ahorros mundiales representaba la reducción de los excedentes de Japón y la RFA –principales proveedores de capital mundial– en momentos en que prácticamente todos los países estaban demandando capital: Estados Unidos para financiar los déficit fiscal y de comercio exterior; la RFA para la reunificación; los países de Europa Oriental para la di-

fácil transición del socialismo al capitalismo y para pagar por el petróleo que antes recibían subsidiado; América Latina para rehabilitar gradualmente su economía; el Medio Oriente para su reconstrucción tras la guerra, etcétera.

Para el FMI, la contracción crediticia no llegaba a ser aún un problema global, sino más bien de Estados Unidos y provocado precisamente por la mala administración de su sistema financiero. Esto lleva de nuevo a lo dicho anteriormente: Estados Unidos debe poner en orden sus finanzas y no pretender que sus socios del G-7 resuelvan sus problemas. La modesta proporción del ingreso que los estadounidenses destinan al ahorro, constituye el principal obstáculo para poder ajustar su economía.

El hecho de que Japón y la RFA se negaran a reducir las tasas de interés, podría hacer pensar que la red de coordinación de la política macroeconómica que el G-7 ha tejido –supuestamente con mayor rigor desde el Acuerdo del Hotel Plaza– en realidad estaba débilmente estructurada, algo muy preocupante teniendo en cuenta que la coordinación de la política económica –y en especial de la política monetaria– era más necesaria que nunca debido a que la economía mundial registró en 1991 el peor año desde 1982.

Pero lo que sucede es que al promover como máxima prioridad el impulso al crecimiento, Estados Unidos atentó contra uno de los postulados básicos del proceso de coordinación ya que relegó a segundo plano la lucha contra la inflación. Las reuniones anteriores del G-7 tuvieron siempre como prioridad en su agenda la estabilidad cambiaria entre las principales divisas y el combate a la inflación.

A pesar de la recesión, las tasas inflacionarias en los países industrializados se encontraban en 1991 en niveles superiores a los de 1989. Una fuente importante de preocupación era la brecha entre las tasas de inflación más altas y las más bajas entre los países del Sistema Monetario Europeo, que creció a casi 18 puntos durante 1990, en comparación con sólo 13 en 1989.

Alemania ha sido el país con más baja inflación en ese Sistema; de allí los temores de que ese país viera aumentar su tasa inflacionaria a consecuencia de la unión monetaria alemana que implicó el cambio de DM por marcos orientales, en buena parte en propor-

ción de uno a uno. Si en 1991 no se presentaron señales de serias presiones inflacionarias, se debió justamente a que el Bundesbank impuso su firme política de tasas de interés, pese al repudio de Estados Unidos y de sus socios comunitarios. Las autoridades alemanas –al igual que Camdessus– consideraron que bajar las tasas de interés artificialmente no era la respuesta al problema de la firmeza del dólar; sólo la política monetaria orientada a la estabilidad puede generar una baja duradera en los niveles de las tasas de interés.

Así pues, durante la junta del G-7 efectuada en el marco de la reunión de abril de 1991 del FMI, Estados Unidos trató de modificar las bases de la coordinación monetaria que establecieron los países del G-7 para lograr un crecimiento económico no inflacionario.

La nueva posición estadounidense obedeció a que sus desajustes presupuestarios y su elevada deuda interna y externa, lo obligaron a buscar el apoyo de sus socios para que ellos impulsaran el crecimiento mundial y se hicieran cargo de los recursos que demanda el financiamiento de las reformas económicas de los países de Europa del Este y de la reconstrucción del Medio Oriente.

Los alemanes demostraron su poder económico y no cedieron ante las presiones estadounidenses respecto a las tasas de interés, lo cual parece indicar que en lo sucesivo cualquier política económica conjunta sólo podrá ser adoptada si tal es el deseo de los integrantes del G-7, pero ya no por imposición de Estados Unidos.

Concluidas las reuniones del FMI, el Sistema de la Reserva Federal estadounidense (Fed), hizo lo que esperaba imitaran sus socios del G-7: bajó (de 6 a 5.5%) la tasa de interés que cobra a los bancos y a otras instituciones financieras por sus préstamos, lo que la dejó en su nivel tres meses después de la reducción anterior. Uno de los propósitos de esta medida fue presionar a los bancos a reducir sus propias tasas de interés como medio de estimular los créditos. Y efectivamente, al día siguiente, importantes bancos estadounidenses redujeron su tasa de interés preferencial de 9 a 8.5%, como indicio de que habían decidido facilitar el crédito a los consumidores.

La Reserva Federal tuvo que bajar la tasa de redescuento ante la persistente debilidad de la actividad económica estadounidense y

ante la evidencia de una relajación de las presiones inflacionarias. En opinión del Secretario del Tesoro, Nicholas Brady, aun había "un amplio espacio para seguir bajando las tasas de interés". Así pues, el funcionario advirtió que de proseguir la debilidad en el sector de consumo y en el sector industrial, se darían ulteriores reducciones, que efectivamente se fueron produciendo en los siguientes meses.

Durante mayo y junio de 1991 siguió imperando la incertidumbre en el panorama económico mundial, pues difícilmente se podía prever la evolución de las economías estadounidense y europea, y en particular de la alemana.

Aunque la elevación en el valor del dólar no fue el punto central de la reunión que los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-7 sostuvieron en Londres el 23 de junio de 1991, en el comunicado que siguió a dicha junta, los participantes se declararon dispuestos a efectuar "acciones concertadas en los mercados cambiarios, *si ello fuera necesario*" para estabilizar las monedas, y coincidieron en una probable baja de la inflación en el corto plazo.

No obstante, los mismos expertos reconocieron que el dólar seguiría subiendo acorde con el ritmo de la recuperación económica estadounidense, además de que —como se ha señalado en repetidas ocasiones— la intervención no da resultados por sí sola.

En cierta forma se repitió el debate de abril en torno a las tasas de interés, pero se reconoció que situaciones diferentes en cada uno de los países imponía diferentes políticas monetarias a seguir.

En el comunicado no mencionaron el nivel deseable del dólar, pero durante la reunión el ministro francés de finanzas, Pierre Bérégovoy, indicó que no convenía que alcanzara cotizaciones superiores a las registradas por esa fecha (junio de 1991) de alrededor de 1.8 marcos.

Hacia finales de julio el dólar empezó a mostrar cierta tendencia descendente (el 24 de julio bajó hasta 1.7365 DM), básicamente por una exitosa ronda de intervenciones de los bancos centrales en los mercados de cambio y por la difusión de cifras sobre el aumento de la tasa de inflación anualizada en Alemania (de 3.5% en junio a 4.4% en julio), que dieron pie a que se reanudaran las especu-

laciones en torno a otra elevación de las tasas de interés por parte del Bundesbank, como efectivamente ocurrió.

Confirmando su reputación en los mercados financieros como una institución independiente, decidida a combatir la inflación y a apoyar al marco, el Bundesbank determinó el 15 de agosto de 1991 un aumento de 6.5 a 7.5% en la tasa de redescuento y de 9 a 9.25% en la tasa Lombard.

En la declaración que siguió al anuncio del alza en la tasa de interés, Helmut Schlesinger –a unos cuantos días de haber asumido la presidencia del Bundesbank en sustitución de K.O. Pöhl– afirmó que ese movimiento tendría poco efecto sobre los mercados; únicamente cumpliría el propósito de respaldar al marco en el mecanismo de tipos de cambio del SME. Incluso algunos interpretaron el hecho como una estrategia diseñada para provocar una realineación en el SME que beneficiara al marco. Añadió Schlesinger que desde una perspectiva interna, ni la tasa nominal ni la tasa real de interés germanas eran extraordinariamente elevadas.

Desde luego, con la acción del Bundesbank se esperaba también debilitar al dólar, pues como es bien sabido las tasas de interés más altas aumentan el atractivo de una divisa para los inversionistas extranjeros.

La función del marco como ancla del SME exige mantener la estabilidad de precios en Alemania para evitar a los socios comunitarios la inflación importada; por tanto no existían posibilidades de que el Bundesbank cediera a las presiones estadounidenses y redujera la tasa de interés, pues al igual que en ocasiones anteriores se acrecentaron las fricciones con Estados Unidos, que seguía tratando de combatir la recesión reduciendo la tasa de interés.

Más importante aún es el hecho de que los aumentos en las tasas alemanas revelaron una divergencia con la política monetaria de los países comunitarios, justo cuando se suponía estaban armonizando tal política, teniendo ya a la vista la apertura del mercado único en enero de 1993.

Para varios países comunitarios, las altas tasas de interés eran totalmente inadecuadas para su economía. Pero como Alemania es el país dominante en la organización y posee la moneda más fuerte, otros países de la CEE no tuvieron más opción que seguirla.

Fue así como cuatro países de la Comunidad –Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo y Dinamarca– y dos ajenos a ella: Suiza y Austria, también subieron las tasas de interés a partir del 16 de agosto. Los países del Benelux tomaron la decisión para subrayar los lazos que unen sus monedas con el marco alemán; Suiza y Dinamarca, simplemente para impedir un aumento en la inflación.

Con el alza en las tasas de interés de esos países se crearon –de hecho– dos grupos que se encontraban en una coyuntura diferente: los que subieron sus tasas de interés, con una mejor situación que los que no lo hicieron, como el Reino Unido, que se encontraban en plena recesión.

Y al parecer la medida germana tuvo un éxito inmediato al hacer disminuir la tasa de inflación anualizada de 4.4% en julio a 4.1% en agosto de 1991. También se consiguió fortalecer el valor del marco, pues siguieron dándose bajas del dólar, a lo cual contribuyeron también informes poco optimistas sobre el crecimiento económico de Estados Unidos.

Sin embargo, alrededor del 20 de agosto alcanzó de nuevo brevemente niveles sobre 1.80 DM tras el golpe de Estado en la Unión Soviética; con el fracaso de ese movimiento volvió a rondar cotizaciones próximas a 1.74 marcos.

El valor del dólar en los mercados internacionales siguió descendiendo, sobre todo cuando el 13 de septiembre el Sistema de la Reserva Federal estadounidense redujo la tasa de redescuento de 5.5 a 5%; al igual que las anteriores bajas, ésta tuvo la finalidad de ayudar a la recuperación. Sin embargo, menores tasas por sí solas no garantizan que se cumpla tal objetivo. La medida del Fed fue imitada por reducciones en la tasa prima crediticia de algunos de los principales bancos estadounidenses (8.5 a 8 por ciento).

La cotización del dólar continuó cayendo ante nuevas bajas en la tasa de interés estadounidense, que la llevaron a finales de 1991 al nivel de 3.5% (la tasa prima descendió a 6.5%). Pese a los repetidos descensos en la tasa de interés, no se observaban a corto plazo perspectivas reales de recuperación en la economía estadounidense: las estadísticas sobre producción industrial reflejaban un estancamiento económico y el déficit comercial repuntó peligrosamente, tras haber mostrado constantes descensos en el primer

semestre. Lógicamente, menores tasas de interés hicieron menos atractivos para los inversionistas internacionales los valores denominados en dólares.

Las perturbaciones en el nivel mundial que se han señalado: la desaceleración del ritmo de crecimiento en Japón y la RFA; los aumentos en la tasa de interés de este último país; la recesión estadounidense y su dramático crecimiento del déficit presupuestario junto con la reducción de la tasa de interés al nivel más bajo en décadas, configuraron un panorama económico en el cual fácilmente se generan episodios turbulentos en las principales bolsas de valores del mundo, como el que se presentó en noviembre de 1991.

De acuerdo con datos de *The Economist* (29 de noviembre de 1991), en los cuatro días de negociación al 20 de noviembre de 1991, la Bolsa de Valores de Nueva York bajó 4.5%, la de Londres 3.5% y la de Tokio 4%. En menos de una semana, el valor de las acciones negociadas en estos mercados disminuyó 270 000 millones de dólares; en Wall Street la baja fue de 130 puntos (la de 1987 fue de 617 puntos).

Inmediatamente surgieron grandes temores de que se desencadenara una crisis tan severa como la de octubre de 1987 y que acontecimientos importantes quedaran fuera de control.

En la RFA, los crecientes problemas de la reunificación determinaron que el Bundesbank siguiera incrementando las tasas de interés, situando a finales de 1991 en 8% la tasa de redescuento y en 9.75% la tasa Lombard.

Por lo que hace a Japón -país que se ha dejado un poco al margen porque su economía se mantuvo en mejor situación hasta 1992- el 14 de noviembre de 1991 redujo la tasa de descuento de 5.5 a 5%, situándola así un punto porcentual por abajo del nivel alcanzado en diciembre de 1990. Esta medida fue la continuación de una serie de medidas de ablandamiento de la política monetaria iniciada en julio de 1991.

● Asamblea del FMI (1991)

Los debates llevados a cabo en el marco de la Asamblea Anual del FMI correspondiente a 1991 (Bangkok, Tailandia, del 15 al 17 de oc-

tubre), ilustran sobre los principales problemas económicos a inicios de los noventa y sobre los que se vislumbraban a corto plazo. En la solución de tales problemas tienen gran responsabilidad los integrantes del G-7, y sobre todo los del G-5, en virtud de que desde hace años, al haberse erigido en árbitros de la política económica mundial, determinan en buena medida el curso de la economía internacional.

En la mencionada reunión se reconoció que la década de los noventa se inició con turbulencias económicas (y ha continuado así, con grandes incertidumbres en los mercados financieros, en las perspectivas del ahorro mundial, del precio del petróleo y de los flujos financieros).

En vista de ello, la atención se centró en analizar el desequilibrio considerable entre el ahorro, la inversión mundial y las formas de crear un volumen de recursos que permitiera satisfacer la creciente demanda de los mismos ante fenómenos tales como: el proceso de reforma generalizada en Europa Central y Oriental y sus intentos por integrarse a los circuitos comerciales y financieros mundiales; la evolución económica y política de la ex Unión Soviética y sus perspectivas de reforma; la unificación alemana; la reconstrucción del Medio Oriente; la situación de los países de menor desarrollo; el peso agobiante de la deuda externa soportado por varias naciones subdesarrolladas y el déficit comercial y presupuestario estadounidense.

En tanto existen estas fuertes demandas de capital, los tres grandes proveedores del mismo –Japón, la RFA y el Medio Oriente– tienen sus propios problemas que les impiden aportar recursos en igual cuantía que en el pasado. Una prueba de ello es que mientras en 1989 llegaron a Estados Unidos más de 70 000 millones de dólares del exterior que permitieron a ese país cubrir parcialmente sus déficit “gemelos”; en 1991 esa cifra se situó en apenas 7 000 millones de dólares.

Para los países subdesarrollados, la escasez de capital presagia situaciones dramáticas, pues sus perspectivas de crecimiento económico se verán aún más limitadas. La mayor marginación que de esto derive puede generar corrientes multitudinarias de inmigrantes al mundo industrializado e incluso actitudes de violencia en los pueblos sumidos en la miseria.

Un crecimiento económico firme y sostenido es la única forma de vencer la pobreza, siempre y cuando se traduzca en una elevación del nivel de vida de los sectores más desprotegidos.

El desequilibrio entre ahorro e inversión puede corregirse mediante una asignación más eficiente del gasto público y eliminando el gasto improductivo. En las condiciones actuales podría efectuarse una revaluación del gasto dedicado a defensa y un recorte sustancial en los subsidios o subvenciones agrícolas, aunque este último punto, neurálgico en las relaciones económicas internacionales, es muy discutido.

Las tasas de ahorro e inversión han ido en disminución en los países industriales desde mediados de los años setenta. La atonía que ha mostrado el crecimiento del ahorro ha contribuido significativamente al alza en las tasas de interés reales, que pasaron de niveles negativos a finales de los años setenta a otros positivos y muy altos en la década de los ochenta. Para mantener una tasa media de crecimiento de alrededor de 2.75% en los noventa, será necesario que los países industriales incrementen sustancialmente la inversión fija de las empresas. Puesto que es poco probable que las tasas de ahorro privado en los países industriales aumenten siquiera un poco a mediano plazo, la opción parece ser la de aumentar el ahorro público.⁷

Por otra parte, el final de la Guerra Fría favorece la reducción de los gastos de defensa nacional y la liberación de recursos adicionales que pueden ser canalizados al desarrollo económico. Empero, la crisis del Medio Oriente y los conflictos sociopolíticos en Europa Oriental y en lo que fue la Unión Soviética, hacen ver la fragilidad de la paz que se había creído alcanzar. Por ello, ha habido ajustes tan sólo modestos en los presupuestos militares.

Si los países industriales redujeran el gasto militar en sólo 20% en relación con el nivel que tenía en 1989 –algo factible con un poco de voluntad– se lograría un ahorro presupuestario

⁷ *Boletín del FMI*, vol. 20, núm. 21, Washington, 20 de noviembre de 1991, p. 325.

de unos 90 000 millones de dólares anuales, una vez cubierto el costo inicial de reasignación de recursos. Además, el gasto militar en el plano mundial asciende en promedio a un 4.5% del PIB, un nivel demasiado alto en las circunstancias actuales. Si los países en los que dicho gasto es relativamente alto lo reducen al promedio mundial, liberarán unos 140 000 millones de dólares para otros usos.⁸

Los subdesarrollados tendrán que elevar su tasa de inversión en relación con el PNB, alrededor de 2% si desean obtener mejores resultados que en los años ochenta. Si no se toman de inmediato medidas concertadas y decididas, el desequilibrio potencial entre el ahorro proyectado y la inversión deseada, sólo podrá nivelarse con nuevos incrementos en las tasas de interés reales. Esto podría desincentivar la inversión en detrimento principalmente de los subdesarrollados y de los países del ex bloque socialista que están en proceso de reforma, aunque también se verían seriamente afectados los países industrializados. Aumentaría la carga del servicio de la deuda y se socavaría el crecimiento económico mundial, no sólo el del Tercer Mundo.

A fin de evitarlo, todos los países deben tomar urgentes medidas encaminadas a incrementar el ahorro. Para ello es esencial que los países industrializados aquejados por considerables déficit presupuestarios (especialmente Estados Unidos) redoblen sus esfuerzos por reducirlos, recortando básicamente los renglones ya señalados: presupuesto militar y, si pudiera alcanzarse un acuerdo al respecto, subsidios agrícolas, y aplicando una política monetaria y fiscal sólida. De esta manera liberarían recursos para el desarrollo.

También los países subdesarrollados que realizan fuertes gastos en defensa nacional, deben reducirlos para incrementar el ahorro interno y destinar los magros recursos de que disponen –por el oneroso servicio de sus deudas externas–, a rubros verdaderamente prioritarios.

⁸ Alocución inaugural de Michel Camdessus. Reunión Anual del FMI, Bangkok, 15 de octubre de 1991, *Boletín del FMI*, vol. 20, núm. 21, Washington, 20 de noviembre de 1991, p. 317.

Debido a la competencia que se está dando en la década de los noventa por los recursos disponibles, revestirá gran importancia la asignación de los mismos y la mayor eficiencia en su utilización.

En el comunicado que el G-7 suscribió durante la reunión del FMI correspondiente a 1991, se corroboró que Estados Unidos ya no está en condiciones de imponer una determinada política económica –como lo hizo durante años– pues ahora hay flexibilidad en las medidas económicas a adoptarse.

Es así como el punto 3 del mencionado comunicado señala que:

...los ministros y gobernadores hicieron hincapié en la importancia de una política fiscal y monetaria, que *si bien sea la expresión de la situación específica de los respectivos países*, sienta las bases de una reducción de las tasas de interés y un crecimiento económico sostenido acompañado de precios estables en una perspectiva a mediano plazo.⁹

Asimismo, expresaron una vez más:

...la determinación de seguir respaldando la coordinación de la política económica como factor esencial para alcanzar los objetivos comunes: un crecimiento económico mundial acompañado de precios estables [...] (y se refirieron a la importancia que reviste) [...] reducir considerablemente los elevados déficit presupuestarios, a fin de que pueda aumentar el ahorro mundial.¹⁰

Por último, atribuyeron gran importancia a una rápida y exitosa conclusión de la Ronda Uruguay. Y es que tras una expansión del comercio mundial en 1987-1989, creció 4% en 1990, y sólo 2.25% en 1991.

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos descendió acusadamente en 1991, debido sobre todo a las transferencias rela-

⁹ "Comunicado del G-7" (12 de octubre de 1991). Reunión Anual del FMI, vol. 20, núm. 20, Washington, 11 de noviembre de 1991, p. 325.

¹⁰ *Ibidem*.

cionadas con la Guerra del Golfo Pérsico, pero también como resultado de la recesión. El superávit en cuenta corriente japonés subió al doble en 1991, a 2.25% del PIB. En Alemania el superávit se convirtió en déficit tras la reunificación, al destinarse la producción exportable a satisfacer la demanda interna.

● La economía mundial 1992-1993

La *XVIII Cumbre* (Munich, Alemania, del 6 al 8 de julio de 1992), estuvo dedicada en buena medida a debatir sobre los problemas macroeconómicos en los estados de la antes Unión Soviética, y en los países de Europa Central y Oriental, destacando la necesidad de construir los pilares de una economía de mercado y se pidió que las instituciones financieras internacionales condicionaran el desembolso de sus recursos a los avances en materia de reformas. Obviamente, de reformas que siguieran los lineamientos establecidos por dichas instituciones.

Respecto a la evolución de su economía, el G-7 señaló que la coordinación de las políticas económicas y financieras había sido un "elemento crucial" de su estrategia común para lograr un crecimiento "sostenido y no inflacionario".

Esto porque en el primer semestre de 1992, la actividad económica mundial dio señales de recuperación, cuando algunos de los principales países industriales empezaron a salir del estancamiento de 1991. Sin embargo, persistió el problema de los déficit presupuestarios.

Las dificultades que confrontaban muchos países industriales en 1991-1992, comenzaron a finales de los años ochenta con el repunte de la inflación en varios de ellos, tras un constante descenso durante el periodo 1982-1986. Ya se ha visto cómo las políticas monetarias más restrictivas que se requirieron en 1988 y 1989, produjeron inevitables desaceleraciones del crecimiento o recesiones manifiestas. No obstante, en 1990-1991, el descenso en la tasa de crecimiento del producto (de 2.5% en 1990, a menos de 0.5% en 1991) fue mucho menor que en las recesiones de 1974-1975 y 1980-1982.

Las deficiencias y las desviaciones en la ejecución de la estrategia de consolidación fiscal y reforma estructural, contribuyeron a la lentitud con que los países industriales salieron de la recesión de 1990-1991. En Estados Unidos, Canadá y Japón, las autoridades monetarias redujeron "considerable y adecuadamente las tasas de interés" a fin de estimular la actividad económica.¹¹ En Europa, tras el importante déficit fiscal relacionado con el proceso de unificación alemán y el consiguiente aumento de las presiones inflacionistas internas, las tasas de interés se mantuvieron relativamente altas.

Esto último fue factor determinante para que en septiembre de 1992, Europa Occidental se convirtiera en el escenario de un episodio más de la crisis en la economía mundial, teniendo como manifestación más visible un serio quebranto en su sistema monetario. El mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME sufrió durante meses un desgaste que finalmente precipitó, si no su destrucción, al menos un freno en la marcha de la Unión Europea.

Sucedió que al percibir los mercados que entre los países comunitarios se daba una evolución de costos y precios claramente divergente, emprendieron una serie de ataques especulativos contra las monedas más débiles. Fueron las disparidades económicas y financieras entre los países europeos y la consecuente sobrevaluación de las divisas, lo que casi provocó la caída del MTC.

Hasta los años ochenta, el MTC estuvo apoyado por controles de capital, los cuales fueron abolidos en 1990 –todo indica que de manera precipitada e irreflexiva– como parte de los primeros pasos hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM). De este modo, ante la presión de dos nuevas fuerzas: desmantelamiento de los controles de capital y crecimiento exorbitante de los flujos financieros, el MTC agotó sus posibilidades de seguir funcionando; las armas tradicionales de los bancos centrales: intervenciones en los mercados de cambio y movimientos en las tasas de interés, se ven muy limitadas cuando esos mercados se percatan de la existencia de desequilibrios fundamentales entre los países. Gobiernos y bancos centrales no pueden mantener la paridad de una moneda que los mercados saben está sobrevaluada o subvaluada.

¹¹ FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, 1992.

Con un récord que en diez meses incluyó tres devaluaciones de la peseta española, dos del escudo portugués, una de la libra irlandesa y la salida de la libra esterlina y de la lira italiana del MTC, éste no cumplía ya con su objetivo. En vista de ello, el 2 de agosto de 1993, buscando salvar sus ambiciosos planes para la UEM, los ministros de finanzas de la Comunidad anunciaron que los márgenes de fluctuación hacia arriba y hacia abajo entre las monedas comunitarias se ampliaba de 2.25 a 15%, lo cual dio al SME una flexibilidad excesiva, casi equivalente a la flotación a la que están sujetas la mayoría de las monedas desde hace ya varios lustros. El marco alemán y el florín holandés se mantienen dentro de sus márgenes estrechos de fluctuación de 2.25% en uno y otro sentido.

Se ha señalado que a partir de la unificación alemana (octubre de 1990), el gobierno alemán concedió elevados créditos para reconstruir la economía de lo que fue la República Democrática Alemana. Fue por esto que el Bundesbank elevó las tasas de interés nueve veces entre 1990 y 1992, para evitar la fuga de capitales y atraer recursos del exterior. Tal política resultó desastrosa para el resto de Europa.

Es bien sabido que las tasas de interés son un instrumento clave que los gobiernos utilizan para tratar de defender el tipo de cambio de sus monedas. Las altas tasas pueden ayudar al logro de tal propósito, pero dificultan la expansión económica al encarecer el crédito. Cuando un país económicamente poderoso –como es el caso de Alemania– eleva sus tasas de interés, los países que mantienen con él estrechas relaciones económicas, se ven obligados a hacer lo mismo para estar en un nivel competitivo y retener los capitales en su país. Esto fue lo que sucedió en Europa: para conservar su paridad respecto al marco alemán, otros países –incluso no comunitarios– se vieron obligados a elevar sus tasas de interés para hacer sus divisas atractivas a los inversionistas.

Pero elevar las tasas de interés –lo cual desalienta el gasto interno– era lo menos aconsejable para países que se encontraban en recesión o a punto de caer en ella. El alto precio del dinero hizo que se detuviera el crecimiento en todo el continente; y la desigualdad convirtió a las divisas más débiles en presa fácil de los especuladores. Además, las altas tasas fortalecieron a las monedas europeas

frente al dólar, con lo cual disminuyeron las exportaciones de Europa hacia los países que pagan sus facturas en dólares.

Aunque sería un exceso de simplificación atribuir a las tasas de interés germanas la total responsabilidad en el desastre del MTC y en general de las economías europeas, no puede negarse el gran peso que tuvieron en ello.

La crisis en el MTC no se dio aisladamente. La diferencia entre la tasa de interés estadounidense (3%) y la alemana (8.75%) provocó que a mediados de 1992, especuladores e inversionistas aprovecharan esa brecha, volcándose a adquirir marcos alemanes, lo que llevó al dólar a sus niveles históricos más bajos hasta entonces frente a la divisa germana: 1.40 el marco.

Los países europeos necesitaban que Alemania redujera sus tasas de interés y que Estados Unidos fortaleciera su moneda, ya que el desplome del dólar afectó las vitales industrias de exportación europeas. Pero ambos países mantuvieron firmes sus políticas monetarias discrepantes, lo cual demostró que el esquema del G-7 había perdido la cierta efectividad que llegó a alcanzar a mediados de los años ochenta.

En 1992 casi todos los países industrializados se encontraban en recesión; en el caso de la Comunidad Europea, ese fenómeno ha sido el más grave desde su fundación.

La recuperación de la actividad económica mundial, tras la fase de depresión de 1991, no fue tan vigorosa como se esperaba. La inflación siguió disminuyendo en casi todos los países subdesarrollados e industriales y el crecimiento fue más acusado en Estados Unidos y Canadá. Uno de los principales obstáculos para la recuperación mundial fue el deterioro de los resultados económicos en Japón y especialmente en Europa. En esta última debido –como se ha señalado– a la aplicación de una política monetaria restrictiva y a los insuficientes avances en materia de convergencia de las tasas de inflación. En Japón, por la corrección de los precios inflados en los mercados bursátiles e inmobiliarios, la llamada “burbuja.”¹²

¹²Se denomina “economía de burbuja” al fenómeno que se dio en Japón, cuando los préstamos bancarios atizaron la especulación sobre la propiedad de la tierra a finales de los ochenta. En 1990 se introdujo una nueva regulación para restringir los préstamos bancarios relacionados con la industria de bienes raíces; como resultado, los prést-

Los grandes déficit presupuestarios contribuyeron al alza en las tasas de interés reales a largo plazo, y fueron un factor importante en las turbulencias observadas en los mercados cambiarios europeos. La política seguida con respecto a los mercados de trabajo tampoco consiguió frenar el desempleo persistentemente alto, sobre todo en Europa.

En Estados Unidos, las prioridades siguieron siendo las mismas: reducir el déficit presupuestario y estimular el ahorro y la inversión nacionales. En febrero de 1993 se presentó un plan económico tendiente a reducir el déficit, plan que fue calificado de "insuficiente" por los especialistas.

En Japón, las autoridades lanzaron en agosto de 1992 un programa de estímulos, con fuertes suplementos para el ejercicio abril de 1993-marzo de 1994. En la Unión Europea se recomendó asegurar una mayor convergencia económica y en Alemania, reducir las tasas de interés.

Así como durante la Cumbre de Munich (1992) los miembros del G-7 clamaban practicar una coordinación de política económica, mientras en realidad se hallaban inmersos en una guerra de tasas de interés, en la XIX Cumbre (Tokio, Japón, del 7 al 9 de julio de 1993), insistieron en la necesidad de concluir exitosamente y a la mayor brevedad la Ronda Uruguay del GATT (con casi tres años de retraso), pero en la práctica se encontraban en una confrontación de proteccionismos.

En esa reunión acordaron adoptar medidas colectivas e individuales para reactivar la economía mundial y lanzar una amplia gama de reformas estructurales para vencer el pernicioso problema del desempleo y afianzar a largo plazo la recuperación global no inflacionaria.

Al culminar la Cumbre, emitieron una Declaración Económica en la que manifestaron su determinación de contener las presiones proteccionistas en todas sus expresiones y aprovechar el

tamos declinaron de 32.7% en marzo de 1987 a 15.3% en marzo de 1990 y a 0.3% en marzo de 1991. La inflación de activos riqueza especulativa e inflada en valores y terrenos que se dio entre 1986 y 1989 estalló en 1990, cuando cayeron los mercados accionario y de bienes raíces. A diferencia de la "burbuja mexicana", la japonesa se infló en su mayor parte por nacionales y no por extranjeros.

ímpetu generado por el convenio logrado en Tokio en torno al acceso a mercados, para concluir en 1993 la Ronda Uruguay del GATT.

Convinieron también en no dejar recurso alguno "a las fuerzas que intentan socavar el sistema comercial multilateral" y recalcaron que cualquier acuerdo de integración regional debería apoyar y ser complementario del sistema multilateral del GATT.

El G-7 hizo un llamado para fortalecer el compromiso de la comunidad internacional de lograr la recuperación económica y de abatir el desempleo; para concluir la Ronda Uruguay; para integrar a los países en transición a la economía mundial; para apoyar a los países subdesarrollados y para reconciliar el crecimiento global con los objetivos de preservación del ambiente. Y en forma rimbombante declararon:

Estamos decididos a enfrentar esos desafíos sobre la base de *nuestros valores* compartidos, como la democracia y la economía de mercado y renovamos nuestro compromiso para extender la cooperación internacional, en particular mediante el fortalecimiento de las instituciones multilaterales.¹³

Mientras el G-7 enfrentaba diferentes grados de recesión y un crecimiento desmedido del desempleo, muchos países latinoamericanos y asiáticos crecían, en algunos casos rápidamente, desempeñando un papel cada vez más importante en la economía mundial.

En 1993, el desempleo afectaba a más de 23 millones de trabajadores en el G-7. Gran parte de este fenómeno es atribuible a la desaceleración económica, pero otra parte significativa se debe a deficiencias estructurales. Por tanto, la reducción del desempleo requiere de una estrategia doble: políticas macroeconómicas prudentes para promover un crecimiento sostenido y no inflacionario y reformas estructurales para mejorar la eficiencia de los mercados, especialmente de los laborales.

Japón se opuso a que el texto de la Declaración de Tokio incluyera un señalamiento específico sobre su superávit comercial con el resto del club de los siete, superávit que en 1992 llegó a un total

¹³ "Declaración de la Cumbre de Tokio", en *Boletín del FMI*, 1993.

de 130 000 millones de dólares y que es considerado como una de las principales deformaciones económicas entre las grandes potencias industriales. Pero la Declaración sí mencionó que los japoneses deberían implantar medidas fiscales y monetarias que impulsaran su demanda interna, aunque sin perder de vista la necesidad de prudencia fiscal a mediano plazo.

Además, la Declaración aludió indirectamente a la necesidad de disminuir el superávit comercial japonés, al señalar que aquellas medidas fiscales y monetarias ayudarían a la reducción de los desequilibrios externos.

Al referirse al déficit fiscal de Estados Unidos, también señalado como otra de las principales fuentes de tensiones económicas mundiales, en la Declaración se afirmó que la política económica estadounidense debería garantizar una reducción sustancial y continuada a mediano plazo de dicho déficit, niveles más elevados de ahorro interno e inversión, y menores tasas de interés a largo plazo.

● La Ronda Uruguay

Uno de los puntos en los que se puso mayor énfasis durante la Asamblea Anual del FMI correspondiente a 1991 (Bangkok, Tailandia), fue precisamente en la necesidad de llevar a feliz término la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales.¹⁴

Como se recordará, en septiembre de 1986, los representantes de 107 países se reunieron en Punta del Este, Uruguay para iniciar intensas consultas y negociaciones —en el marco de la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales del Acuerdo General de Aranceles y Comercio, GATT— tendientes a combatir el proteccionismo, reduciendo las reglas del sistema comercial y adecuándolas a los albores del siglo XXI. Este proceso debería haber concluido en diciembre de 1990 en Bruselas, con la firma de un acuerdo global sobre comercio de bienes y servicios; pero se interrumpió abrupta-

¹⁴Desde 1945 ha habido siete grandes acuerdos comerciales multilaterales; los cinco primeros adoptaron la forma de negociaciones bilaterales paralelas. El sexto acuerdo, la Ronda Kennedy, concluida en 1967, redujo los aranceles en un promedio de 35%. La Ronda Tokio, que finalizó en 1979, redujo más los aranceles y estableció nuevos códigos para evitar la proliferación de barreras no arancelarias.

mente por las disputas entre Estados Unidos y la Comunidad Europea en torno, principalmente, a la reducción de los subsidios agropecuarios.

En el comunicado emitido por el G-24 (12 de octubre) durante la Asamblea del Fondo mencionada anteriormente, se expresó una profunda inquietud porque, si bien un número creciente de subdesarrollados, plegándose a las exigencias del FMI y de otras instituciones de igual corte, habían emprendido programas de ajuste macroeconómico y reformas estructurales de largo alcance, incluida la liberalización del comercio internacional, las perspectivas de lograr un entorno externo más favorable habían empeorado como consecuencia de no haberse llevado a término la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales multilaterales.

Había aumentado el uso de barreras no arancelarias por parte de los países industriales, habían proliferado las restricciones y cuotas voluntarias a la exportación, se habían incrementado los subsidios a los productos agrícolas, y *veinte de los veinticuatro países de la OCDE eran, en general, más proteccionistas en 1991 que diez años antes.*¹⁵

El proteccionismo tiene consecuencias adversas en la expansión del comercio mundial y en la asignación eficiente de recursos. Mantener importantes sectores –como el agrícola– parcial o totalmente fuera del ámbito de las reglas multilaterales, da por resultado un uso ineficaz de los recursos fiscales que se usan para subvencionar al sector de la agricultura.

Finalmente, tras poco más de siete años de negociaciones encaminadas a reforzar el sistema de comercio multilateral y a lograr una mayor liberalización de los mercados, el 15 de diciembre de 1993 en Ginebra, 117 países llegaron a un consenso en torno al contenido del Acta Final de la Ronda Uruguay, la octava y más ambiciosa ronda de negociaciones comerciales multilaterales –por lo que hace a amplitud y alcance de su cobertura– celebrada bajo el auspicio del GATT.

Se aspira a que ello contribuya a mejorar el entorno del comercio, a reforzar el marco de las relaciones económicas futuras, a fre-

¹⁵ "Comunicado del G-24" (12 de octubre de 1991), Asamblea Anual del FMI y del Banco Mundial, 15-17 de octubre de 1991, *Boletín del FMI*, vol. 20, núm. 21, Washington, 25 de noviembre de 1991.

nar el proteccionismo, a estimular la confianza de las empresas y a mejorar las perspectivas del comercio mundial, y por ende, del crecimiento económico a escala internacional.

Los acuerdos logrados en la Ronda Uruguay supuestamente permitirán una reducción de más de 30% en promedio, de los aranceles que gravan los productos industriales y la progresiva liberalización del comercio de productos agrícolas. Uno de los propósitos de la Ronda Uruguay ya se ha alcanzado: la transformación del GATT de un acuerdo provisional en una organización internacional estructurada: la Organización Multilateral de Comercio (OMC), en funciones a partir de 1995.

El acuerdo permitirá también sancionar el uso de subvenciones y medidas compensatorias y la imposición de obstáculos técnicos, reforzar las normas en contra del *dumping* y eliminar ciertas medidas restrictivas en materia de inversiones relacionadas con el comercio, intensificar las medidas existentes para permitir la participación de los proveedores extranjeros en las compras del sector público, reglamentar el uso de medidas de salvaguardia y reforzar y aclarar los procedimientos para la solución de diferencias entre los países miembros de la OMC.

Sin embargo, alcanzar los beneficios que ofrece la Ronda, dependerá de las medidas de liberalización que tomen los propios países, es decir, de la aplicación de las disposiciones de la Ronda y de la adopción de medidas macroeconómicas y estructurales que fomenten una reacción positiva de la oferta. Causa importante de tensiones internacionales ha sido que el proteccionismo es cada vez más hábil para evadir las normas. Esto se ve facilitado por el hecho de que las restricciones a las importaciones son reguladas por el GATT (desde 1995 por la OMC), pero en cambio para las restricciones a las exportaciones ese organismo no tiene sanciones efectivas.

No podría cerrarse este capítulo sin mencionar que la política económica de estos últimos años se enmarca en el neoliberalismo, corriente de pensamiento económico heredera del liberalismo tradicional, y por consiguiente partidaria de la mínima intervención estatal en la economía y de la máxima libertad para los agentes económicos.

La corriente neoliberal arraigó con particular fuerza en el Reino Unido y también fue acogida con entusiasmo en Estados Unidos, que la ha impuesto en sus áreas de influencia –fundamentalmente en América Latina. Margaret Thatcher y Ronald Reagan han sido sus paladines.

El neoliberalismo se finca en las teorías antiintervencionistas de L. von Hayek y Robert Nozick y en el monetarismo de Milton Friedman y de la Escuela de Chicago, que argumentan que el papel del gobierno generalmente es contrario al interés de la población.

Por ello proclaman la preeminencia de la sociedad frente al Estado, del mercado frente a la planeación y la regulación, del derecho individual frente al poder de las autoridades y de la colectividad. Critican al keynesianismo como origen de buena parte de los males que aquejan a la economía capitalista. Estiman que el principal defecto de ésta radica precisamente en su “falta de capitalismo”, es decir, en la fuerte actividad económica del Estado, que ahoga la creatividad de la iniciativa privada, genera una mala asignación de recursos, un enorme despilfarro, un burocratismo esclerotizante y provoca más desestabilidad de la que pretende corregir.¹⁶

Ofrecen como alternativa a la política de demanda keynesiana, la utilización de políticas de oferta (tendientes en última instancia a incrementar la productividad), suponiendo que un retorno a un mercado más libre permitiría superar muchos de los problemas actuales, por ser fuente de dinamismo y progreso que daría mejores oportunidades de vida a las grandes mayorías.

Lo anterior pone de manifiesto el conservadurismo que implica la corriente neoliberal, al proporcionar armas a la derecha por la defensa que hace del individuo frente al Estado y de la competencia como forma de selección natural.

En pleno auge de la globalización, estas actitudes determinan que el gran capital y –más concretamente– el sector financiero, favorezcan más que nunca al fuerte frente al débil, aumentando con ello el desempleo, la marginación y la pobreza. Lo anterior trae

¹⁶John Eatwell, Murray Milgate y Peter Newman, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, The Macmillan Press Limited, Hong Kong, 1991; y *Economía*, Planeta, Barcelona, España, 1980.

aparejada la pérdida de soberanía de los países subdesarrollados ante las metrópolis, en especial ante Estados Unidos, que sigue siendo con mucha ventaja la potencia hegemónica en lo económico, lo político y sobre todo, en lo militar.

Es urgente que los gobiernos presten atención a la problemática social y no se centren únicamente en las cuestiones económicas y financieras. No se justifica la miseria de amplios sectores de la población, mientras las grandes corporaciones industriales y financieras obtienen pingües ganancias.



Los más recientes avatares del dólar (1994-1997)

En el curso de 1994 y del primer semestre de 1995, volvió a presentarse otro episodio de depreciación del dólar estadounidense ante las otras principales divisas internacionales, fundamentalmente el yen japonés y el marco alemán. En 1996 y 1997, por el contrario, ocurrió una gran apreciación¹ del dólar, que hizo volver la relación entre esa divisa y el yen japonés a los niveles de 1988.

El tipo de cambio –el precio de una moneda en términos de otra– entre las principales divisas fluctúa minuto a minuto, razón por la cual ese indicador sigue siendo el centro de las preocupaciones de la economía internacional, que se encarga de estudiar los problemas planteados por la interacción económica entre los diferentes países.

Las corrientes de bienes y servicios se ajustan con retraso ante cambios en sus determinantes básicos, en tanto que el capital reacciona con celeridad. Como por definición la balanza en cuenta corriente es igual a la balanza en cuenta de capital, pero con signo contrario, el tipo de cambio debe estar en un nivel que haga posible esta igualdad. Por la respuesta rezagada de la balanza en cuenta corriente, las variaciones de corto plazo en los tipos de cambio son dominadas por los movimientos de capital.²

Por su notable influencia en otras variables económicas, el tipo de cambio es el precio más relevante en una economía; y la cotización dólar-yen, la más importante en el nivel mundial.

¹La depreciación y la apreciación de una moneda son el resultado conjunto de las medidas adoptadas por el gobierno y de las fuerzas del mercado. Una devaluación o una revaluación son el resultado de una decisión del gobierno.

²Hendrik S. Houthakker y Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, Nueva York, 1996, p. 34.

La interacción de particulares, empresas e instituciones financieras³ –que para realizar pagos internacionales, compran y venden divisas en el *mercado cambiario*– es lo que determina el tipo de cambio. Noticias importantes e impredecibles, desde el punto de vista económico y político, circulan casi instantáneamente por todo el mundo, afectando de manera determinante las decisiones de los agentes económicos que intervienen en el mercado cambiario.

En dicho mercado la negociación se realiza básicamente entre bancos, pues pese al gran volumen y valor de los intercambios que ocurren en él, no existe un lugar central para efectuar este tipo de transacciones; los lugares de negociación se justifican económicamente cuando hay muchos participantes, como sucede en los mercados accionarios y en los de opciones y futuros. El mercado cambiario es un típico mercado al mayoreo, en el cual el número de participantes es relativamente pequeño, a lo sumo unos cuantos cientos. Con la excepción de las grandes multinacionales, las empresas que comercian internacionalmente suelen hacer sus transacciones cambiarias por medio de los bancos, los cuales realizan sus operaciones utilizando los diversos medios modernos de comunicación.

Después de haber reseñado anteriormente la experiencia de los países industrializados en materia de coordinación económica internacional, en este capítulo se describirán con cierta amplitud los más recientes episodios de inestabilidad cambiaria; con ello se pretende hacer ver la trascendencia que en las relaciones económicas internacionales tienen las cotizaciones de las principales divisas y ejemplificar la forma en que está cambiando la relación de fuerzas entre las principales potencias y cómo esto se refleja en el ámbito monetario.

Esto dará oportunidad de analizar las causas de los desajustes cambiarios, algunas de sus repercusiones, las medidas que se han adoptado –con un éxito muy relativo– como preámbulo a los capítulos siguientes sobre las propuestas de reforma al SMI y sobre los

³ Bancos comerciales, instituciones financieras no bancarias (inversores institucionales, tales como fondos de pensiones, fondos mutuales, etc.), bancos centrales.

mecanismos que empiezan ya a aplicarse –principalmente en el marco del FMI– para enfrentar las crisis financieras.

● La relación dólar-yen

En 1973, tras el derrumbe del sistema de Bretton Woods, Estados Unidos y Japón –al igual que los otros principales países– abandonaron el sistema de tipos de cambio fijos y permitieron la flotación sucia de sus respectivas divisas, llamada así por no tratarse de una política de libre flotación ni de una de completa manipulación.

Entre 1970 y 1973, la cotización del yen se elevó cuando esa divisa empezó a adquirir importancia mundial. En 1974-1975 cayó al presentarse la primera crisis petrolera. En los siguientes tres años nuevamente se apreció a medida que Japón se recuperaba de dicha crisis, pero al presentarse ésta de nuevo en 1979-1980, el yen volvió a declinar.

Entre 1981 y 1984 se mantuvo una cotización de entre 220 y 250 yenes por dólar; en esos años se incrementaron las salidas de capital japonés atraído por las altas tasas de interés en Estados Unidos y por la liberalización en Japón de las leyes sobre divisas extranjeras (diciembre de 1980). El Acuerdo Plaza (septiembre de 1985) celebrado entre los ministros de finanzas del grupo de los cinco (G-5) para lograr una gradual depreciación del dólar mediante intervenciones en el mercado, elevó rápidamente la cotización del yen: de 250 yenes por dólar en 1984 a poco más de 200 en 1985 y a 128 en 1987.

El 4 de enero de 1988 el yen alcanzó lo que en ese momento fue un nivel históricamente alto: 120.45 yenes por dólar. Entre 1989 y 1991 fluctuó entre 125 y 150 yenes por dólar, y entre 125 y 130 yenes en la primera mitad de 1992.⁴ Entre 1970 y 1992 el dólar se depreció frente al yen en términos reales a una tasa promedio anual cercana al 4 por ciento.

El yen siguió apreciándose: 109.70 yenes a finales de 1993 y 100.12 yenes un año después, lo que significó que una anunciada

⁴Robert C. Hsu, *The MIT Encyclopedia of the Japanese Economy*, The Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge, Massachusetts, 1994, pp. 398-99.

y esperada recuperación del dólar en 1994 estuvo muy lejos de producirse; por el contrario, la divisa estadounidense se depreció respecto a las otras divisas importantes en el nivel mundial, y su debilidad continuó y se acentuó aún más en el primer semestre de 1995. La depreciación se define como el incremento porcentual en el tipo de cambio; en este caso el del dólar respecto al yen.

En la XX *Cumbre* del G-7 correspondiente a 1994 (Nápoles, Italia), el presidente Clinton afirmó que la debilidad del dólar se debía a las condiciones macroeconómicas en los principales países posindustriales y a la psicología de los mercados; sostuvo enfáticamente que se esperaba una rápida recuperación del dólar, en vista de las bajas tasas de inflación en los integrantes del G-7. Insistió también en que el derrumbe del dólar ante el yen se debía más que al enorme déficit público estadounidense, al extraordinario superávit comercial de Japón, no sólo con Estados Unidos sino también con el resto de Occidente. Clinton trató en esa ocasión de convencer a Japón y a Alemania de imprimir más dinero para estimular sus economías, debilitar sus monedas y dar así la impresión de un dólar más fuerte.

En la década 1985-1995, los periodos de estabilidad del dólar han sido cada vez de más corta duración, en tanto que la tendencia a la baja se mantiene. Y es que la debilidad del dólar es crónica, no episódica. Robert Triffin señalaba desde los años sesenta⁵ que el destino de las monedas de reserva es irse debilitando. Pronosticó la explosión de las reservas de dólares en manos de los bancos centrales que finalmente condujo al derrumbe de Bretton Woods (1971-1973), el cual provocó para Estados Unidos, y para gran parte del mundo, una década de inflación, que es por lo que muchos monetaristas consideran sumamente peligroso el actual monto de tenencias de dólares en poder de los bancos centrales.

De 1984 a 1994 el dólar se devaluó casi 49% respecto a los Derechos Especiales de Giro (DEG): de 0.9802 a 1.4599 dólares por DEG. En ese mismo periodo el dólar cayó cerca de 60% frente al yen (de 247.94 a 100.2 yenes) y 49% respecto al marco alemán: de

⁵Robert Triffin, *Monetary Reform and the Price of Gold*, The Johns Hopkins Press, Baltimore, 1967.

3.1015 a 1.57228 DM. De enero de 1990 a diciembre de 1993 la baja frente al yen fue de 24%; y sólo en el curso de 1994, de 11%. Entre enero de 1990 y abril de 1995 (el nivel más bajo alcanzado), la caída fue de 43%. Si se considera desde el periodo de subvaluación del dólar en los años ochenta, la caída es realmente espectacular: 66% entre diciembre de 1984 (247.94 yenes) y abril de 1995 (83.67 yenes) (véase cuadro 1).

En marzo y abril de 1995 el dólar cayó a niveles históricos, a pesar de varias rondas de agresivas intervenciones del Sistema de la Reserva Federal estadounidense, algunas de ellas conjuntamente con el Banco de Japón, el Bundesbank y otros bancos centrales del G-10.

La caída en picada del dólar fue sólo parte de la turbulencia internacional: la libra esterlina, el franco francés y la lira italiana también cayeron. Por la crisis de confianza en sus gobiernos se devaluaron la peseta española y el escudo portugués.

El Bundesbank consideró que la "marea monetaria" era totalmente exagerada por no corresponder a los principales indicadores económicos. No obstante, el gobierno alemán exigió al estadounidense fortalecer la cotización de su divisa, en apoyo de la cual el banco central alemán redujo su tasa de redescuento el 30 de marzo (véase cuadro 2).

Por su parte, el 14 de abril, el Banco de Japón redujo también su tasa de redescuento de 1.75 a 1% para hacer menos atractivo a los extranjeros el invertir en Japón, induciéndolos al mismo tiempo a poner su dinero en valores denominados en dólares y así fortalecer la demanda por tal divisa. Esta medida formó parte de un "paquete económico" o plan de emergencia del gobierno japonés, tendiente a incrementar las importaciones y a hacer descender el valor del yen, entre otras cosas, gastando más en obras públicas para estimular la economía.

A pesar de estas medidas, la disputa entre Estados Unidos y Japón sobre la apertura del mercado automotriz japonés,⁶ fue interpreta-

⁶El 16 de mayo de 1995, el representante comercial de Estados Unidos, Mickey Kantor, informó que aplicaría aranceles de 100% sobre 5 900 millones de dólares a 13 modelos de automóviles de lujo japoneses, si para el 28 de junio del mismo año no se llegaba a un acuerdo sobre la apertura del mercado japonés. Horas antes de que se cum-

CUADRO 1
CAMBIOS EN LA RELACIÓN DÓLAR/DM Y DÓLAR/YEN
CON BASE EN PROMEDIOS MENSUALES

	DM por dólar	*	Yenes por dólar	**
Diciembre-1984	3.10		247.94	
Enero-1990	1.69	-45.50	145.09	-41.49
Diciembre-1990	1.49	-11.80	133.55	-7.96
Diciembre-1993	1.71	14.76	109.70	-17.86
1994				
Enero	1.74	1.75	111.51	1.65
Diciembre	1.57	-9.88	100.12	-10.22
1995				
Enero	1.53	-2.55	99.75	-0.37
Febrero	1.50	-1.97	98.24	-1.52
Marzo	1.41	-6.00	90.79	-7.59
Abril	1.38	-2.13	83.67	-7.85
Mayo	1.41	2.17	85.10	1.70
Junio	1.40	-0.71	84.53	-0.67
Julio	1.39	-0.72	87.22	3.18
Agosto	1.45	4.31	94.55	8.40
Septiembre	1.46	0.69	100.49	6.28
Octubre	1.41	-3.43	100.65	0.16
Noviembre	1.42	0.71	101.92	1.26
Diciembre	1.44	1.41	101.81	-0.11
1996				
Junio	1.53		108.86	2.26
1997				
Febrero	1.67		123.01	
Diciembre 1984-diciembre 1994	-49.36		-59.62	
Enero 1990-diciembre 1994		-7.11		-31.00
Enero 1990-abril 1995		-18.35		-42.34
Diciembre 1984-abril 1995		-55.49		-66.26
Abril 1995-febrero 1997		21.01		47.02

* Depreciación (-) o apreciación del dólar respecto al DM.
 ** Depreciación (-) o apreciación del dólar respecto al yen.
 Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios ejemplares.

pliera esa amenaza, se alcanzó un acuerdo en Ginebra, según el cual Toyota y Honda incrementarían su capacidad de producción dentro de Estados Unidos, lo cual crearía nuevas fuentes de trabajo en el sur; al mismo tiempo se generaría una mayor demanda de partes y componentes producidos en Estados Unidos, hasta que la proporción de ellos llegara a 80 por ciento.

CUADRO 2
TASAS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS, JAPÓN Y RFA
PROMEDIOS DEL PERIODO
(Porcentajes)

	Tasa de redescuento (final del periodo)			Tasas del mercado monetario			Tasas de depósito		
	EUA	Japón	RFA	EUA	Japón	RFA	EUA	Japón	RFA
1990	6.50	6.00	6.00	8.10	7.24	7.92	8.16	3.56	7.07
1991	3.50	4.50	8.00	5.70	7.46	8.84	5.84	4.14	7.62
1992	3.00	3.25	8.25	3.52	4.58	9.42	3.68	3.35	8.01
1993	3.00	1.75	5.75	3.02	3.06	7.49	3.17	2.14	6.27
1994	4.75	1.75	4.50	4.20	2.20	5.35	4.63	1.70	4.47
1995	5.25	0.50	3.00	5.84	1.21	4.50	5.92	0.90	3.85
1996	5.00	n.d.	2.50	5.30	n.d.	3.27	5.39	n.d.	2.83
Febrero	5.00	n.d.	2.50	5.30	n.d.	3.13	5.37	n.d.	2.6

	Tasas de los préstamos			Tasas letras del Tesoro		Rendimiento bonos del Estado		
	EUA	Japón	RFA	EUA	RFA	EUA	Japón	RFA
1990	10.01	6.95	11.59	7.51	8.13	8.55	7.36	8.88
1991	8.46	7.53	12.46	5.41	8.27	7.86	6.53	8.63
1992	6.25	6.15	13.59	3.46	8.32	7.01	4.94	7.96
1993	6.00	4.41	12.85	3.02	6.22	5.82	3.69	6.28
1994	7.14	4.13	11.48	4.27	5.05	7.11	3.71	6.67
1995	8.83	3.51	10.94	5.51	4.40	6.58	2.53	6.50
1996	8.27	n.d.	10.02	5.04	3.30	6.44	n.d.	5.63
Febrero	8.25	n.d.	9.17	5.00	3.05	6.42	n.d.	4.87

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996*. FMI, Washington, 1996.

Tasa de redescuento es aquella a la que la autoridad monetaria presta o descuenta efectos negociables a los bancos creadores de dinero.

Tasa del mercado monetario, tasa a la cual se efectúan los préstamos a corto plazo entre las instituciones financieras.

Tasa de los depósitos bancarios, tasa ofrecida por los bancos a los clientes residentes por sus depósitos a la vista, a plazo y de ahorro.

Tasa de los préstamos bancarios, tasa a la que se financian las operaciones del sector privado a corto y a medio plazo.

Tasa de las letras del Tesoro, tasa a la cual son emitidos o negociados en el mercado valores públicos a corto plazo.

Rendimiento de bonos del Estado. Rendimiento al vencimiento de bonos del Estado y otros bonos; serían indicativos de las tasas a largo plazo.

da por el mercado como indiferencia estadounidense respecto al incremento en el valor del yen. Por ello, las intervenciones coordinadas de los bancos centrales no pudieron impedir que el 19 de abril de 1995, la convulsiva venta de dólares llevara a esa divisa a su nivel más bajo de posguerra: 79.85 yenes y 1.35 DM.⁷ Estas cotizaciones equivalían, en el caso del yen, a un tercio de la vigente diez años atrás, y con relación al marco alemán, a la mitad.

Se dice que fracasaron las intervenciones de los bancos centrales, pero habría que preguntarse hasta dónde habría descendido el dólar sin ellas.

En meses posteriores –junio y julio– el dólar se recuperó ligeramente, en parte debido a intervenciones que resultaron más exitosas que las anteriores por haberse dado en situaciones distintas: tomaron por sorpresa a los mercados al realizarse en momentos en que el dólar se estaba fortaleciendo. Los cambistas interpretaron tales intervenciones como una señal poco usual de armonía entre Estados Unidos y Japón. Más que intervenciones, las consideraron una “declaración sobre la política macroeconómica que seguirían las dos potencias”.

El Fed recurrió en varias ocasiones al Fondo de Estabilización Cambiaria, lo que indicaba según Robert Rubin, secretario del Tesoro estadounidense, el deseo de su gobierno de tener un dólar fuerte y estable. Además, aunque Estados Unidos tiene la relación déficit presupuestario/PNB más baja del G-7, Rubin reiteró el compromiso de seguir reduciendo el déficit fiscal e incrementar el ahorro interno.

El 6 de julio de 1995, Estados Unidos redujo la tasa de fondos federales de 6 a 5.75%, siendo ésta la primera reducción en casi tres años. Al día siguiente –en un intento por estimular su tambaleante economía– Japón redujo su tasa de un día a otro en 50 puntos porcentuales, llevándola a 0.75%. Esto se sumó a la reducción ya mencionada en la tasa de descuento a 1% (14 de abril); ambos movimientos tuvieron como propósito reducir el valor del yen e impulsar la economía japonesa que –según informes explícitos de las autoridades japonesas– se encontraba en serios problemas.

⁷ Estas cotizaciones se registraron durante algunas horas en ciertos mercados, por eso no coinciden con las que aparecen en el cuadro 1 que se refieren a promedios.

Tras la reducción en la tasa de interés estadounidense surgieron temores de que se registrara una nueva baja del dólar. El Banco de Japón y el Fed actuaron para evitarlo, con lo cual pareció borrarse la impresión de que Estados Unidos se valía de la debilidad del dólar como un arma comercial.

Aunque a mediados de julio el dólar experimentó una nueva caída, en agosto se inició una recuperación. Esta alza del dólar se debió también a intervenciones del Fed, del Banco de Japón, del Bundesbank y del Banco Central de Suiza, entre otros, que nuevamente tomaron por sorpresa a los mercados, pues los bancos centrales intervinieron en la misma dirección del mercado, no contra ella.

Se vio así que las intervenciones pueden acelerar un proceso existente: en este caso la recuperación del dólar, pero no revertirlo; los bancos centrales compraron dólares cuando el mercado estaba también demandándolos. Sin embargo, más que las intervenciones, lo que convenció a los participantes en el mercado fue la adopción de políticas macroeconómicas consideradas acertadas; en efecto, la intervención coordinada coincidió con la flexibilización de las regulaciones financieras en Japón⁸ y con la divulgación de cifras que revelaron que el superávit japonés denominado en dólares estaba bajando con respecto al año anterior. Alemania por su parte redujo las tasas de interés clave.

Se calcula que en las intervenciones de agosto los bancos centrales gastaron menos de 2 000 millones de dólares, poco si se le compara con las intervenciones infructuosas de los primeros meses

⁸El 2 de agosto de 1995, Japón relajó los límites sobre la deducción que los bancos y las compañías de seguros podían tomar sobre los bonos del tesoro extranjeros (*treasuries*). En septiembre de 1995, poco después de que el Banco de Japón redujo su principal tasa de interés (a sólo 0.5%), el Ministerio de Finanzas del país anunció un paquete de medidas para reducir el valor del yen, tal como lo había hecho en el mes de abril. Un punto central del nuevo plan fue exhortar a una flexibilización de las restricciones sobre las compañías de seguros de vida y otras instituciones financieras que decidan realizar inversión en el extranjero; anteriormente dichas instituciones se veían obstruidas por la normatividad que las obligaba a invertir gran parte de sus carteras en Japón; este "paquete" tuvo el propósito de estimular la demanda de divisas extranjeras. Sin embargo, muchos expertos dudaron de que las instituciones japonesas invirtieran en el exterior, en momentos en que el sector bancario del país atravesaba por serios problemas financieros, siendo el más apremiante el hecho de que un tercio de los créditos que manejaban fuera irrecuperable. En Japón se requiere de una sustancial reflación fiscal, así como de una seria relajación monetaria, mediante compras de deuda pública por parte del Banco de Japón, para aumentar la liquidez y los precios de los bonos.

de 1995. Así, el éxito se debió no a la cantidad sino a la oportunidad. En el primer semestre del año el Fed recurrió a las intervenciones en un intento –casi inútil– de tranquilizar mercados turbulentos y frenar la caída del dólar. En esta ocasión se utilizó la compra de dólares para reforzar una tendencia ya existente.

Fue así como el 8 de septiembre de 1995 el dólar sobrepasó por primera vez desde enero de ese año la barrera de los 100 yenes, después de que el Banco de Japón recortó a la mitad su principal tasa de interés que llegó a otro mínimo histórico de sólo 0.5%, en un esfuerzo más por revitalizar la alicaída economía y fortalecer al sector bancario tan agobiado.⁹ La reducción en la tasa de interés hizo bajar el rendimiento de las inversiones en yenes, lo cual restó atractivo a esa moneda y en consecuencia muchos fondos y empresas se volcaron hacia el dólar.

El Banco de Japón reforzó la baja en su tasa clave con una enérgica intervención; según operadores, en este caso la institución gastó unos 5 000 millones de dólares en compras directas.

En opinión de expertos el yen estuvo sobrevaluado en el primer semestre y en septiembre empezó a cotizarse de manera más adecuada.

Ya se ha visto cómo el 19 de abril de 1995, el dólar alcanzó su punto más bajo frente al yen, pero en octubre había recuperado ya 20% de su valor.

Fue entonces cuando se efectuó la Asamblea Anual del Fondo Monetario Internacional (Washington, octubre de 1995). En el discurso inaugural, Michel Camdessus –director gerente de la institución– aludió al acuerdo de abril de 1995 (durante las reuniones de primavera del FMI) que permitió revertir la fuerte caída del dólar;

⁹Unos 150 bancos japoneses importantes arrastran alrededor de 500 000 millones de dólares en deuda no cobrada ni cobrable en la que incurrieron en su mayor parte al hacer préstamos en los años ochenta para invertir en el sector inmobiliario, uno de los más rentables en esos años por el alto precio del suelo. En los años noventa ocurrió el estallido de la burbuja. Estados Unidos estaba dispuesto a transferir miles de millones de dólares a cambio de bonos y letras del Tesoro (que se convertirían en instrumentos de garantía crediticia) en manos japonesas, para apuntalar a la banca nipona en caso de crisis. Ésta tendría un gran impacto en la economía estadounidense. La pérdida de hasta 33% del valor de los bienes inmuebles japoneses desde 1990 y la imposibilidad del sistema bancario y financiero de recuperar los créditos otorgados para su compra, es lo que amenaza con la quiebra a numerosos bancos.

expresó que los países industriales podían estar satisfechos del éxito de sus programas para llevar las paridades cambiarias a niveles más consistentes con la economía.

Por ello Camdessus afirmó que a diez años del Acuerdo Plaza, se demostraba la eficacia potencial de las políticas coordinadas cuando las circunstancias dan la oportunidad de crear un sistema de tipos de cambio más estables. Lo que sucede es que la clave de cualquier ejercicio de coordinación es la coincidencia en los objetivos de política económica de cada uno de los participantes. En abril de 1995, era obvio que el G-3 deseaba un dólar más alto.

Para algunos, las intervenciones que tuvieron efectividad pueden considerarse tan importantes como el histórico Acuerdo Plaza, ya que al haber estabilizado las principales divisas, los bancos centrales recuperaron parte de la credibilidad que perdieron anteriormente por intervenciones sin resultado.¹⁰

Empero, sorprende la opinión de C. Fred Bergsten, toda una autoridad en cuestiones monetarias, en el sentido de que fue un desafío a la lógica el empeño de fortalecer el dólar tras su caída en abril de 1995. Para él no existían bases para decir que el dólar estaba subvaluado siendo Estados Unidos el mayor deudor mundial. Fortalecer al dólar equivalió a apoyar el superávit comercial japonés. Bergsten comprende que Japón y Europa desearan un dólar fuerte para no tener que adoptar medidas que fortalecieran sus economías estimulando la demanda interna, pero no que los estadounidenses se empeñaran en llevar el dólar más allá de lo que él consideraba un nivel de equilibrio: 85 yenes y 1.40 marcos.¹¹

En la ya mencionada Asamblea Anual del FMI, Japón aplaudió el compromiso del G-7 para extender el acuerdo de abril. Pero semanas después, en noviembre de 1995, las autoridades monetarias japonesas se volvieron cautelosas con respecto a una continua alza del yen como resultado de los problemas de su sector bancario. Las autoridades monetarias se concentraron entonces en mantener estable el dólar, en lugar de seguir haciendo subir dicha moneda mediante intervenciones. En consecuencia, casi cesaron las compras

¹⁰ Klaus Engelen, "For once the G7 can talk and chew gum at the same time", en *The International Economy*, Publicación bimestral del Consejo del G7, vol. IX, núm. 5, septiembre-octubre de 1995, p. 5.

¹¹ C. Fred Bergsten, "A Qualified Success", en *The International...*, op. cit., p. 16.

de dólares por parte de Japón, empeñado en impedir que su frágil recuperación económica se viera entorpecida por un yen vigoroso.

Al efecto, el 20 de febrero de 1996, Japón anunció un arreglo que permite a su banco central pedir a las instituciones correspondientes de Hong Kong y Singapur intervenir en las transacciones cambiarias dólar-yen en representación de Japón. Este anuncio hizo subir el dólar a 106 yenes. Un acuerdo similar ha existido desde hace años entre Australia y Japón.

En noviembre de 1995, el dólar volvió a declinar al presentarse una disputa entre los congresistas republicanos y el presidente Clinton en torno al equilibrio presupuestario. Aquéllos vincularon sus reducciones al presupuesto a la ampliación del tope de la deuda estadounidense a fin de evitar un incumplimiento en determinados créditos que estaban por vencerse. Clinton amenazó con vetar la iniciativa republicana para la reducción del presupuesto si no se ampliaba el tope de la deuda. Como resultado ocurrió un cierre parcial de actividades en las oficinas gubernamentales.

Todo lo anterior repercutió en los mercados: aumentó el rendimiento del bono a 30 años y el dólar descendió a 99.80 yenes el 9 de noviembre, el nivel más bajo desde el 24 de octubre en que llegó a 99.65 yenes. El 20 de noviembre volvieron al trabajo los empleados públicos al llegar a un acuerdo Clinton y los republicanos, iniciándose las negociaciones para lograr el equilibrio presupuestario en el año 2002. La lucha entre Clinton y los republicanos era más política que económica, pues cada parte buscaba dejar en claro ante el electorado qué ideas estaba defendiendo.¹²

El 8 de febrero de 1996 Japón presentó nuevamente un paquete de amplias medidas desregulatorias para liberar los fondos de pensión del país y alentar un mayor flujo de capitales japoneses al

¹²Nancy Gibbs, "Breakdown", en *Time*, vol. 147, núm. 4, 22 de enero de 1996, pp. 12-15. Fue hasta finales de abril de 1996 transcurridos siete meses del año fiscal cuando los republicanos y la administración Clinton acordaron finalmente un presupuesto para 1996 de 160 000 millones de dólares, 20 000 millones menos que el año anterior, en términos monetarios (cerca del recorte de 23 000 millones que deseaban los republicanos), pero que proporcionó 5 000 millones de dólares extra para los programas, firmemente defendidos por Clinton, de educación, capacitación y medio ambiente. Sin embargo, muchos otros programas fueron recortados en 10% o más. Aunque el acuerdo fue calificado como una victoria para el presidente, los republicanos consideraron como un triunfo el haber persuadido a un presidente demócrata de eliminar el déficit en siete años, esto es, para el año 2002.

extranjero, medidas tendientes a consolidar la tendencia hacia un yen más débil. El “paquete” lanzado en agosto de 1995 –que incluyó también disposiciones para promover inversiones en el extranjero y préstamos de compañías japonesas– fue decisivo para impulsar el valor del dólar por encima de los 100 yenes.

● Causas de la baja en el valor del dólar

Se mencionó al principio de este capítulo que en 1994 se esperaba una recuperación del dólar. Ello con base en el supuesto generalizado al iniciarse ese año en el sentido de que las crecientes tasas de interés en Estados Unidos, combinadas con una lenta recuperación en Europa y Japón, garantizarían un repunte cíclico en el dólar. Confiando en esto, se crearon enormes posiciones de cartera, a menudo con dinero prestado. Pero las predicciones fallaron:

1. *Las tasas de interés en Alemania y Japón no bajaron todo lo que se esperaba (véase cuadro 2).*

2. *Los mercados reaccionaron ante una evaluación más positiva de las perspectivas de crecimiento en Europa y Japón.*

3. *Los mercados percibieron que la administración Clinton prefería un dólar débil para así presionar a Japón en la disputa comercial entre ambos países; también un dólar débil es un factor que favorece los mercados accionarios: las empresas que cuentan con grandes operaciones en el exterior, pueden cotizar sus productos a precios más bajos, en especial frente a rivales con divisas fuertes como Alemania y Japón.*

4. *Los fondos de pensiones y fondos mutuales de Estados Unidos, atraídos por las oportunidades que ofrece la diversificación internacional, salen del país a un ritmo de entre 10 000 y 12 000 millones de dólares mensuales,¹³ que tienen que ser canjeados por monedas europeas y asiáticas, acentuando aún más la baja del dólar. De acuerdo con esto, la caída del dólar no tendría que ver con el comercio y con el precio relativo de las mercancías, sino que sería el resultado del cambio en las carteras de dólares por yenes, marcos alemanes y francos suizos, principalmente.*

¹³Nicholas D. Kristof, *The New York Times*, 19 de mayo de 1995.

5. En marzo de 1995 se sumó otro factor para acelerar la caída del dólar: *la derrota en el Senado de la enmienda constitucional para equilibrar el presupuesto nacional*; esto envió una señal a los mercados en el sentido de que Estados Unidos no se preocupaba seriamente por equilibrar su gasto federal. En mayo de 1995 el dólar se fortaleció –entre otras cosas– por haberse aprobado en el Congreso y en el Senado la mencionada enmienda.

6. *Un cambio en la estructura de las corrientes de capital hacia Estados Unidos, fundamentalmente el impredecible comportamiento del capital japonés.*

Conviene extenderse un poco en este último punto. Hasta principios de los años ochenta, Estados Unidos había acumulado una importante cantidad de activos extranjeros, que superaban ampliamente el valor de los activos estadounidenses en poder de extranjeros; entonces ese país empezó a registrar enormes déficit en cuenta corriente, que lo hicieron pasar de ser el mayor acreedor mundial a ser el mayor deudor mundial. El arribo constante de fuertes inversiones extranjeras que cubren los déficit comercial y fiscal ha permitido durante años camuflar tan crítica situación, pero las condiciones internacionales se están modificando y ello afecta severamente la cotización del dólar.

Con un excedente en cuenta corriente japonés de 129 240 millones de dólares en 1994 y un déficit estadounidense por el mismo concepto de 156 157 millones de dólares, lo lógico sería que el capital fuera del país acreedor más grande (Japón) al país deudor más grande (Estados Unidos). Durante años fue así, Japón y otros países superavitarios reciclaban voluntariamente sus dólares en Estados Unidos.¹⁴ Para financiar sus déficit, este país vendió activos a extranjeros (valores, sobre todo bonos del Tesoro, bonos y acciones corporativas, empresas y bienes raíces); fue así como se convirtió en el mayor deudor del mundo.

De este modo, en los ochenta, la brecha entre importaciones y exportaciones estadounidenses fue cubierta en gran medida con capital extranjero. Concretamente, Japón convirtió la mayor parte

¹⁴ Una razón de que los japoneses no importen más mercancías de Estados Unidos, es que compran muchos valores estadounidenses.

de los dólares producto de sus exportaciones, en inversiones en Estados Unidos, incluyendo desde luego el establecimiento de filiales japonesas en ese país. Pero a finales de esa década, los inversionistas extranjeros, sobre todo los japoneses, fueron perdiendo interés en aquel país, pues en los últimos años les ocasionó pérdidas calculadas entre 325 000 millones y 470 000 millones de dólares.¹⁵ Los préstamos del exterior, medidos en proporción del ingreso nacional, alcanzaron 3.5% en 1987 y a partir de allí han descendido rápidamente hasta menos de 1 por ciento.¹⁶

Resulta comprensible que los inversionistas hayan optado por instrumentos con rendimientos más atractivos y vencimiento a corto plazo que lógicamente son más líquidos. Eso llevó a los inversionistas a Europa y Japón y más recientemente a los llamados mercados emergentes, donde las tasas a corto plazo son más altas que en Estados Unidos, provocando así que cuantiosas sumas de dólares se cambiaran por marcos o yenes, y en menor medida por otras divisas como el franco suizo. Hacia agosto de 1995, al recuperarse el dólar, las instituciones japonesas empezaron de nuevo a comprar bonos del Tesoro estadounidense.

En 1991 el déficit estadounidense se financió en gran parte con las transferencias de pagos relacionadas con la operación Tormenta del Desierto y a partir de 1992, gracias a que el Banco de Japón y los principales bancos centrales de Europa han comprado dólares para evitar que caiga su valor. Actuar así no es algo deseable para esos países, pero lo prefieren antes que ver sobrevaluarse sus propias divisas.¹⁷

Esa compra de dólares por parte de los bancos centrales, determinó que contrariamente a la tendencia registrada hasta 1990, volviera a ascender la proporción de dólares en las reservas monetarias internacionales (véase cuadro 3).

¹⁵En 1994, tras años de precios decrecientes en los bienes raíces de Estados Unidos, los bancos japoneses empezaron a rematar sus propiedades en ese país, entre otras cosas por la necesidad de repatriar capital a Japón.

¹⁶Aunque todo parece indicar que la causa de que Estados Unidos se haya convertido en importador de capital, es el hecho de que los estadounidenses modificaron su patrón de consumo optando por el consumo presente a expensas del futuro, hay quienes atribuyen el descenso de la inversión extranjera en Estados Unidos, al surgimiento de nuevas oportunidades de inversión en las llamadas economías emergentes.

¹⁷Jeffrey A. Frankel, "Still the Lingua Franca", en *Foreign Affairs*, vol. 74, núm. 4, julio-agosto de 1995, pp. 9-16.

Si los bancos centrales no siguen incrementando sus tenencias en dólares y si los inversionistas privados extranjeros pierden su interés por el dólar, éste volverá a depreciarse.

Cuando el valor del dólar declina, se abaratan las exportaciones estadounidenses pero también sus activos; se encarecen sus importaciones, con lo cual se agravan las presiones inflacionarias; se hacen menos atractivas las inversiones en instrumentos financieros denominados en dólares y se reducen los salarios reales del país. En suma, un dólar débil por un largo periodo perjudica seriamente a la economía estadounidense.

CUADRO 3

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DEL DÓLAR, DEL DM Y DEL YEN EN LAS TENENCIAS OFICIALES DE DIVISAS 1987-1995

Divisas	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Dólar	56.0	55.3	51.9	50.3	50.9	55.1	56.2	55.9	56.4
DM	13.4	14.5	18.0	17.4	15.7	13.5	14.1	14.3	13.7
Yen	7.0	7.1	7.3	8.2	8.7	7.8	8.0	8.2	7.1
Total	76.4	76.9	77.2	75.9	75.3	76.4	78.3	78.4	77.2
Otras*	6.0	6.3	6.5	7.8	8.5	7.3	7.1	7.1	6.5
Ecus	14.2	11.7	10.5	9.6	10.0	10.1	8.3	7.8	6.5
El resto	3.4	5.1	5.7	6.7	6.2	6.2	6.3	6.7	9.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* Libra esterlina, franco francés, franco suizo, florin neerlandés.

Fuente: FMI, Informe anual, 1996, p.182.

En momentos en que el dólar alcanzaba sus niveles más bajos (abril de 1995), Clinton, Greenspan y otros funcionarios gubernamentales insistían en que el dólar se movía en dirección contraria a la fortaleza económica real: la economía estadounidense crecía –sobre todo comparada con las raquíticas recuperaciones de Japón y Alemania–, la inflación estaba controlada (3% en los últimos tres años), el empleo mostraba leves mejorías, se aplicaban políticas fiscales y monetarias consideradas como “prudentes” y las tasas de interés ascendían (hasta julio de 1995 en que empezaron a bajar), el promedio industrial Dow Jones superó por primera vez los

4 000 puntos (en noviembre habría de llegar hasta 5 000 puntos y en 1996 superaría la barrera de los 6 000 puntos).

Incluso el déficit fiscal se redujo en 1993 y 1994 (de 4.93% del PIB en 1992, a 3.32% en 1994) y la tendencia a la baja continuaba. *El corolario debería ser un dólar fuerte. Pero el bajo nivel de ahorro interno y la débil política fiscal estadounidense, determinaron una gran dependencia del capital extranjero para financiar los requerimientos del gasto. Por esto quienes comercian con divisas consideran que hay muchas razones para que el dólar vuelva a caer en el futuro.*

Como se advierte, aunque existen muchas explicaciones para la caída del dólar, no puede señalarse un factor decisivo. Para sintetizar, habrán de destacarse cuatro características de la economía estadounidense que influyen de manera determinante en ese fenómeno:

1. Déficit comercial.
2. Baja tasa de ahorro interno.
3. Bajo crecimiento de la productividad.
4. Déficit presupuestario.

Déficit comercial

Una primera y obvia razón de la baja del dólar se encuentra en los masivos y persistentes déficit comerciales estadounidenses (176 913 millones de dólares en 1994), especialmente con Japón (68 989 millones de dólares), aunque detrás de esto se encuentra el escaso ahorro interno del país. El déficit comercial refleja el fuerte crecimiento de la demanda interna en Estados Unidos, lo contrario de lo que ocurre en Japón y Europa.

El déficit comercial total estadounidense entre 1984 y 1994 ascendió a 1.36 billones de dólares (en Estados Unidos 1.36 trillones). Es evidente que un país con déficit de tal magnitud no puede evitar que su divisa se debilite. La volatilidad cambiaria afecta de manera profunda a la economía mundial, incluyendo a los propios países industrializados.

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, que es la cifra más grande que influye en el suministro de dólares al resto del

mundo, llegó a un nivel pico en 1994: 166 360 millones de dólares. Hay analistas que intentan restar importancia a este hecho, argumentando que equivale tan sólo a 2% del producto interno bruto.¹⁸

Algunos especialistas sostienen que el dólar estaba subvaluado en los bajos niveles que alcanzó en los primeros meses de 1995, de acuerdo con la teoría de la paridad del poder adquisitivo, esto es, el tipo de cambio que puede igualar los precios de bienes y servicios intercambiados entre los países.¹⁹ Goldman Sachs (banco de inversión de Estados Unidos), calculaba que a finales de 1994 el dólar se encontraba subvaluado 47% frente al yen y 33% respecto al marco alemán.²⁰

Hasta 1995, el dólar más barato no consiguió hacer disminuir el déficit comercial de Estados Unidos frente a Japón, sino que sólo permitió a este último conseguir dólares más baratos. Pues aunque los japoneses clamaban que el *endaka* (el yen sobrevaluado) destruiría sus industrias –sobre todo las de exportación– y los llevaría a la bancarrota, en realidad se vieron beneficiados, pues siendo Japón el mayor importador mundial de bienes básicos, con sus yenes obtuvo gangas: alimentar a su población, poner en funcionamiento sus fábricas y calentar sus hogares le costó a Japón en 1993 un 33% de lo que le costaba diez años antes. Esto se traduce en un mejor nivel de vida para su población.²¹

Cerca de 40% de las exportaciones japonesas se pagan en dólares (las que van a Estados Unidos, América Latina, Australia y Cana-

¹⁸Aunque se trata de países con una realidad económica muy diferente a la de Estados Unidos, vale la pena mencionar, con fines comparativos, que este porcentaje es de 6% en Australia y en México, al estallar la crisis de 1994, de 8 por ciento.

¹⁹La teoría de la paridad del poder adquisitivo sostiene que el tipo de cambio entre las monedas de dos países es igual a la relación entre los niveles de precios de ambas naciones; de acuerdo con esto, el poder adquisitivo de la moneda de un país se ve reflejado en su nivel de precios, esto es, el precio en dinero de una cesta de bienes y servicios que se utiliza como referencia. Una disminución del poder adquisitivo de la moneda de un determinado país (reflejada como un incremento en el nivel de precios interno) viene asociada a una depreciación equivalente de esa moneda en el mercado de cambios. Del mismo modo, un incremento del poder adquisitivo de la moneda, viene asociado a una apreciación proporcional de la misma. Por ejemplo, el tipo de cambio real del dólar respecto al marco alemán se define como el precio en dólares de la cesta de bienes alemana en relación con la de Estados Unidos. Una apreciación real del dólar respecto al marco significa una reducción en el precio relativo de los productos comprados en Alemania, o bien un incremento del poder adquisitivo del dólar en Alemania, comparado con el que tiene en Estados Unidos.

²⁰*The Economist*, 2 de noviembre de 1994.

²¹John Greenwald, "Sinking Feeling", en *Time*, 20 de marzo de 1995, p. 18.

dá, países que en una u otra forma mantienen vinculadas sus monedas al dólar) y ese 40% representa casi exactamente la cantidad de dólares que Japón necesita para pagar sus importaciones de básicos.

En la última década, cada vez que se presenta un periodo de subvaluación del dólar, se confía en que el déficit comercial con Japón disminuirá. Pero a pesar de todo, éste ha permanecido o se ha ampliado (véase cuadro 4).

Sólo a partir de 1994, tras registrar un récord de 145 930 millones de dólares, el superávit comercial japonés empezó a mostrar bajas importantes: en enero de 1996 el superávit con Estados Unidos se contrajo más de 50% con relación al mismo mes del año anterior; la reducción fue aún mayor en el superávit global: 83%. Esto obedece a la fuerza del yen, a la proliferación acelerada de las empresas japonesas en el extranjero, al debilitamiento en las exportaciones y al aumento en las importaciones, fundamentalmente de autos, semiconductores y computadoras personales estadounidenses. Lo anterior, aunado a las medidas de desregulación y al envejecimiento de la población, permite pensar que en esta ocasión sí puede haber llegado a su fin el crecimiento del superávit comercial japonés.

Quienes vieron en la caída del dólar una actitud deliberada del gobierno de Estados Unidos, encontraron una explicación en el hecho de que pese al desplome del dólar frente al yen, sólo 18% de las importaciones estadounidenses proceden de Japón. De Canadá proviene 19%, de México 7%, de China, Hong Kong, Corea y Taiwan 14.5% (véase cuadro 5).

Mientras el dólar estadounidense se depreciaba ante el yen, el marco alemán y otras divisas, elevaron su cotización frente al dólar canadiense, al peso mexicano (en este caso 100% en el curso de 1995), al dólar australiano, al yuan chino y a la mayoría de las monedas de otros países emergentes. Siendo así, se considera que en términos de peso comercial, la depreciación del dólar entre enero de 1990 y abril de 1995, fue menor a 5%.²² No obstante, es preciso considerar que el monto del déficit comercial de Estados Unidos

²²*The Economist*, 23 de abril de 1995.

CUADRO 4

BALANZAS COMERCIALES, EN CUENTA CORRIENTE, DE CAPITAL
Y DE PAGOS, EUA, RFA, JAPÓN

Años	Balanza comercial (mdd)			Balanza en cuenta corriente (mdd)		
	EUA	Japón	RFA	EUA	Japón	RFA
1984	-112 480	44 260	21 589	-99 007	35 000	9 655
1985	-122 180	55 990	28 468	-124 470	49 170	17 625
1986	-145 045	92 820	54 755	-151 007	85 831	40 989
1987	-159 560	96 420	68 162	-166 547	87 020	46 562
1988	-126 960	95 000	76 284	-127 355	79 610	49 659
1989	-115 139	76 890	75 012	-103 968	56 990	57 162
1990	-109 033	63 580	68 590	-92 913	35 870	48 307
1991	-74 070	96 068	18 470	-7 717	68 367	-18 770
1992	-96 102	124 704	26 840	-61 995	112 331	-21 507
1993	131 386	139 582	40 673	-99 728	131 985	-15 080
1994	-164 321	144 443	49 745	-150 934	130 557	-21 420
1995	-173 013	132 074	66 009	-152 984	111 246	-19 769

	Balanza de capital y financiera (mdd)			Balanza de pagos (mdd)		
	EUA	Japón	RFA	EUA	Japón	RFA
1984	97 773	-32 880	-10 003	-1 234	2 120	-348
1985	131 825	-49 754	-15 396	7 355	-584	2 229
1986	118 705	-70 991	-35 563	-32 302	14 840	5 426
1987	111 539	-49 081	-25 068	-55 008	37 939	21 495
1988	91 525	-63 093	-65 083	-35 830	16 517	-15 423
1989	119 216	-69 751	-54 365	15 248	-12 761	2 797
1990	59 206	-42 457	-40 994	-33 707	-6 587	7 313
1991	-14 355	-76 624	12 792	-22 072	-8 258	-5 978
1992	13 300	-111 662	58 682	-48 695	669	37 176
1993	32 622	-104 331	881	-67 106	27 653	-14 199
1994	105 931	-105 193	19 384	-45 003	25 364	-2 036
1995	57 108	-52 603	26 993	-95 876	58 643	7 224

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996*, FMI, Washington, 1996.

Notas: Cuenta Corriente, excluyendo financiamiento excepcional (activos de reserva, uso de crédito del FMI y pasivos que constituyan reservas de autoridades extranjeras).

Cuenta de capital y financiera incluyendo errores y omisiones netos y excluyendo financiamiento.

CUADRO 5

EUA: IMPORTACIONES, EXPORTACIONES Y DÉFICIT (-)
O SUPERÁVIT COMERCIAL POR PAÍSES SELECCIONADOS 1995
(Millones de dólares)

Países	Importación	Exportación	déf (-) o sup.
Total	770 947	582 526	-188 421
P. industriales	428 911	334 139	-94 772
Canadá	148 304	126 024	-22 280
Japón	127 195	64 298	-62 897
U. Europea	137 123	123 787	-13 336
P. subdesarrollados	342 034	247 809	-94 225
África	15 586	6 904	-8 682
Asia	190 177	115 592	-74 585
China	48 521	11 749	-36 772
Taiwan	30 158	19 295	-10 863
Estos dos países	78 679	31 044	-47 635
Europa	10 136	9 549	-587
Medio Oriente	18 090	20 339	2 249
Hemisferio Occidental	108 045	95 425	-12 620
México	62 756	45 401	-17 355
Brasil	9 428	11 444	2 016
Otros países	2	578	578
El 77.5% del déficit de Estados Unidos se concentra en:			
Canadá		-22 280	10.00%
Japón		-62 897	39.00%
China y Taiwan		-47 635	25.60%
Unión Europea		-13 336	6.90%
Estos cuatro		-146 148	81.50%

Fuente: *Direction of Trade Statistics, Anuario 1996*, FMI, Washington, 1996.

frente a países como la República Popular China, Taiwán, Hong Kong, Corea y otros de ninguna manera es desdeñable.

La razón de que persistan los déficit comerciales de Estados Unidos pese a la depreciación de su divisa, está en que la prevalente teoría del comercio internacional, de acuerdo con la cual los cambios en los precios relativos determinan las corrientes comerciales ha caído en la obsolescencia.²³ Tal teoría tiene su origen

²³*Ibidem.*

en las condiciones que precedieron a la primera guerra mundial, caracterizadas por mercados internacionales plenamente competitivos y por altas elasticidades en los precios de los bienes comercializados. Además, supone que los productores nacionales mantendrían sus precios constantes y maximizarían sus ganancias por más altos volúmenes de ventas.

Estas condiciones no existen en el actual mundo industrial, donde el comercio en bienes de capital y productos de alta tecnología –poco dependientes de cambios en los precios relativos– desempeñan un papel cada vez más dominante.²⁴

Por el lado de las importaciones, los flujos comerciales dependen más de las altas y bajas en la economía real, que de las modificaciones en el tipo de cambio. Por el lado de las exportaciones, éstas dependen más de la absorción de capacidades de los países extranjeros y de las características cualitativas de los productos estadounidenses que de los cambios en los precios relativos.

Los precios no son los más importantes determinantes de la demanda (de acuerdo con Keynes lo son los ingresos y cómo se distribuyen éstos). Y sobre todo, no lo son en un amplio rango de bienes de capital, donde atributos tales como la tecnología, la calidad, el servicio, los términos de entrega y otras características distintas del precio, tienen cada día mayor importancia.

Siendo así, no sorprende que durante el periodo 1980-1984, en que se registró una fuerte apreciación del dólar, los fabricantes estadounidenses de productos de alta tecnología no hayan tenido dificultad en venderlos en el exterior, aunque sus precios expresados en monedas extranjeras fueran al alza; de la misma manera, Alemania acumuló superávit comerciales a pesar de la enorme apreciación del marco.

Tres consecutivos secretarios del Tesoro estadounidense: James Baker, Nicholas Brady y Lloyd Bentsen, *aplicaron una política devaluatoria* basados en la errónea creencia de que corregiría el déficit estadounidense.

La política de subvaluación ignora los fundamentos económicos y políticos. De 1985 a 1995, Estados Unidos tuvo un buen de-

²⁴ Mieczyslaw Karczmar, "Plaza, Splaza", en *The International Economy*, septiembre-octubre de 1995, pp. 58 y 59.

sempaño econ3mico, favorables diferenciales en las tasas de inter3s en comparaci3n con los otros pa3ses industriales; en general, pol3ticas monetarias atadas y condiciones pol3ticas m3s estables. Sin embargo, el d3lar sigui3 d3bil por la percepci3n del mercado de que el gobierno estadounidense deseaba mantenerlo subvaluado.

Esto perjudica al d3lar, entre otras cosas, porque amenaza su estatus de moneda clave a nivel internacional, lo cual empieza a privar a Estados Unidos de sus continuas y baratas fuentes de financiamiento. Adem3s el capital extranjero demanda rendimientos cada vez m3s altos sobre sus inversiones en d3lares para contrarrestar el riesgo cambiario.

El d3ficit no es un fen3meno que pueda ser solucionado con movimientos en el tipo de cambio. Es un fen3meno de la econom3a real, asociado con condiciones tanto del propio pa3s, en este caso Estados Unidos, como del exterior. Las disparidades en la relaci3n ahorro interno/inversi3n y en el crecimiento econ3mico est3n en la ra3z de los d3ficit comerciales estadounidenses. El d3ficit es manejable en la medida en que el financiamiento est3 disponible. Pero para asegurar el financiamiento, Estados Unidos necesita un d3lar fuerte, no uno d3bil.²⁵

M3s all3 del impacto de los disequilibrios comerciales se atribuye la baja del d3lar a las tasas de inflaci3n relativas al crecimiento en la oferta monetaria y a las diferencias en las tasas de inter3s. Y sobre todo a un factor muy importante que se refleja en el d3ficit comercial.

Baja tasa de ahorro interno

El pueblo estadounidense se orienta de manera creciente hacia el consumo. La participaci3n de los productos de consumo en las ventas finales se elev3 de 66% en 1959 a 78% en 1994, mientras que en Jap3n baj3 de 72 a 66% en ese mismo periodo. Curiosamente, los estadounidenses ahorran m3s cuando golpea la recesi3n, a diferencia de otros pueblos, como los asi3ticos, donde los ahorros m3s altos coinciden con las 3pocas de mayor crecimiento y prosperidad.²⁶

²⁵*Ibidem.*

²⁶*Time*, 18 de marzo de 1996.

La balanza comercial muestra la forma en que un país ahorra e invierte sus recursos, pues el déficit comercial equivale a la diferencia entre la inversión nacional y el ahorro nacional. En 1992, el pueblo estadounidense ahorró poco más de 5% de sus ingresos disponibles (bajó a 4% un año después), en tanto que en Japón la cifra fue de 16%. Estados Unidos tiene la relación ahorro/ingreso personal disponible más baja del G-7 y dentro de éste, sólo el Reino Unido tiene una relación más baja de formación bruta de capital fijo (véanse cuadros 6, 7 y 8).

El déficit comercial de Estados Unidos en 1994: 176 913 millones de dólares, significa que los estadounidenses gastaron esa cantidad en productos importados, en exceso de la cantidad que los propios Estados Unidos recibieron por sus ventas al exterior (los 512 397 millones de dólares a que ascendieron en ese año sus exportaciones). Estados Unidos cubre su falta de ahorro interno –que se traduce en su déficit comercial– con ahorro externo, procedente de los países superavitarios, principalmente de Japón, que en el año que se menciona tuvo un superávit comercial de 145 930 millones de dólares, que representa ahorro externo que se dirige a los países deficitarios.

Cuando los préstamos del exterior se aplican a inversiones rentables, éstas generan los recursos necesarios para cubrir el pago de

CUADRO 6
G-7: RELACIÓN AHORROS/INGRESO PERSONAL DISPONIBLE
(Porcentajes)

País	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Estados Unidos	7.9	6.4	4.2	5.0	5.5	4.1	4.1
Japón	17.9	15.6	14.1	15.1	14.3	14.6	n.d.
RFA	n.d.	n.d.	n.d.	12.7	12.9	12.3	11.0
Francia	17.6	14.0	12.5	13.2	13.7	13.8	13.4
Italia	21.6	18.9	19.4	19.5	19.1	16.8	n.d.
Reino Unido	13.4	10.7	8.4	10.5	12.8	11.7	10.4
Canadá	13.3	13.1	9.5	9.5	9.6	9.1	7.6

Fuente: U.S. Bureau of the Census, *Statistical Abstract of the United States: 1995* (115th edition), Washington, 1995.

CUADRO 7
G-7: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO/PIB
A PRECIOS CORRIENTES

País	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Estados Unidos	20.4	19.4	16.8	15.4	15.3	15.9	16.8
Japón	31.6	27.5	32.2	31.8	30.7	29.8	28.6
RFA	n.d.	n.d.	n.d.	23.0	23.2	22.2	22.4
Francia	23.0	19.3	21.4	21.2	20.0	18.6	18.1
Italia	24.3	20.7	20.3	19.7	19.1	17.1	n.d.
Reino Unido	17.9	17.0	19.5	17.0	15.7	15.0	14.8
Canadá	23.3	19.7	21.1	19.7	18.6	17.8	18.2

Fuente: U.S. Bureau of the Census, *Statistical Abstract of the United States: 1995* (115th edition), Washington, 1995.

CUADRO 8
CONSUMO COMO PORCENTAJE DEL PIB
EN EUA, JAPÓN Y ALEMANIA

Años	EUA	Japón*	Alemania
1980	80.6	68.7	77.2
1981	79.6	68.1	78.3
1982	82.3	69.3	78.3
1983	83.1	70.2	77.7
1984	81.5	69.2	77.3
1985	82.8	68.5	76.8
1986	83.7	68.2	75.2
1987	84.2	68.2	75.6
1988	83.8	67.1	74.8
1989	83.3	66.8	73.7
1990	84.3	66.5	72.6
1991	85.0	65.7	72.3
1992	84.9	66.5	72.5
1993	84.7	67.7	73.5
1994	84.3	69.0	72.7
1995	83.7	n.d.	n.d.

* Como porcentaje del PNB.

Fuente: *International Financial Statistics. Anuario 1995*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1995.

intereses y del principal; así no existe mayor problema. Pero el hecho de que el déficit estadounidense en cuenta corriente se amplíe al tiempo que el ahorro interno declina, significa que el endeudamiento externo está financiando el consumo en vez de la inversión.

Los grandes déficit en cuenta corriente, aun cuando las finanzas públicas sean relativamente saludables, constituyen un grave problema; esto se ejemplifica con el déficit presupuestario oficial de México que en 1994 representaba menos de 1% del PIB, pero en cambio su déficit en cuenta corriente era cercano a 8% del PIB.

En el siglo XIX Estados Unidos tuvo déficit comerciales, que en ese entonces significaban que el país pedía prestado en el exterior para construir todo lo necesario para su desarrollo. Pero una economía madura como lo es desde hace décadas la de Estados Unidos, debe ser prestamista y no prestataria.

Incrementar la tasa de ahorro privado permitiría una tasa de inversión más alta y una tasa de crecimiento económico más rápida.

Una circunstancia favorable al dólar con relación al ahorro es que con el envejecimiento de su población, Japón pronto verá incrementarse el nivel de gasto y descender la tasa de ahorros.

Bajo crecimiento de la productividad

El continuo deterioro de la competitividad industrial es uno de los problemas más serios que enfrenta la economía de Estados Unidos. Explica el déficit comercial, gran parte del déficit presupuestario y muchos males económicos y sociales de ese país. Recortes en el gasto o en los impuestos no solucionarán el problema. Lo único que podría hacerlo sería el restablecimiento de la competitividad estadounidense.²⁷

La gran depreciación del dólar en la última década ha ayudado a hacer los bienes estadounidenses mucho más competitivos (aparentemente) en los mercados mundiales. Se ha disfrazado así el problema de la declinación en la competitividad, funcionando como un sustituto de la política industrial y de la mejoría en la productividad. En 1970 la relación dólar-yen era de 1 a 360 y el déficit

²⁷W.L. Givens, *Economic Cocaine*, "Foreign Affairs", julio-agosto de 1995, vol. 74, núm. 4, pp. 17-21.

comercial con Japón ascendía a 1.2 mil millones de dólares; en marzo de 1995 el tipo de cambio era de 1 a 90 y el déficit era de 66 000 millones. Hasta que la brecha de productividad se cierre, el dólar seguirá declinando intermitentemente frente a las principales divisas.

En 1995, del déficit comercial total de Estados Unidos (188 421 millones de dólares), 59% era con Japón, China y Taiwan (véase cuadro 5). En tales condiciones pensar que un dólar barato –sin que se registren incrementos en la productividad– acabará con ese déficit comercial, es insostenible.

A este respecto debe mencionarse que cuando en julio-agosto de 1995 empezó a fortalecerse el dólar, hubo informaciones en el sentido de que tras años de fuerte gasto en nueva tecnología, la tasa de crecimiento de la productividad, después de ir a la baja por espacio de dos décadas, empezaba a incrementarse. Por ejemplo, Chris Turner y Michael Hughes, economistas de Barclays de Zoete Wedd en Londres, estiman que la productividad podría crecer entre 2.5 y 3% anual en los próximos dos lustros, en comparación con menos de 2% la década pasada. De este modo se cerraría la brecha entre Estados Unidos y sus competidores, lo cual beneficiaría al dólar, al disminuir la preocupación en torno a los déficit presupuestario y en cuenta corriente.²⁸

Déficit presupuestario

Durante las administraciones de Reagan y Bush, Estados Unidos acumuló una enorme deuda (véanse cuadros 9 y 11) como resultado de una política fiscal expansiva: un aumento del gasto público, especialmente en defensa, combinado con una disminución de impuestos. Por años el déficit presupuestario (véase cuadro 10) –que mide el nivel de endeudamiento del gobierno para financiar sus gastos– se ha estado financiando con capital extranjero, pero ya se ha visto cómo esta fuente de recursos puede reducirse drásticamente según las circunstancias.

²⁸Joan Ogden, "WOW! The Incredible Rising Dollar Scenario: Dollar Soars, Global Economy Takes Off, Markets Move!", en *Global Finance*, Publicación mensual de Global Finance Joint Venture, septiembre de 1995, vol. 9, núm. 9, p. 34.

CUADRO 9
EUA: DEUDA INTERNA Y EXTERNA.
(Miles de millones de dólares y porcentaje)

Años	Deuda total	Deuda interna		Deuda externa	
	Dólares	Dólares	%	Dólares	%
1985	1 561.73	1 345.03	86.1	216.70	13.1
1986	1 762.50	1 504.64	85.4	257.86	14.6
1987	1 911.50	1 636.80	85.6	274.70	14.4
1988	2 078.76	1 737.45	83.6	341.31	16.4
1989	2 207.46	1 818.66	82.4	388.80	17.6
1990	2 440.95	2 040.02	83.6	400.93	16.4
1991	2 713.37	2 243.60	82.7	469.77	17.3
1992	3 002.62	2 475.27	82.4	527.35	17.6
1993	3 308.99	2 690.28	81.3	618.71	18.7
1994	3 450.76	2 804.34	81.3	646.42	18.7
1995	3 606.69	2 772.31	76.87	834.38	23.13
1996	3 747.10	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: *Government Finance Statistics Yearbook*, FMI, Washington, 1995.

CUADRO 10
EUA: DÉFICIT PRESUPUESTARIO, 1985-1995
(Miles de millones de dólares y porcentaje)

Años	Déficit	Financiamiento nacional		Financiamiento extranjero	
		Dólares	%	Dólares	%
1985	-212.11	179.48	84.6	32.63+	15.4
1986	-212.63	170.99	80.4	41.64	19.6
1987	-147.54	118.53	80.3	29.01	19.7
1988	-155.51	88.90	57.2	66.61	42.8
1989	-143.79	96.30	67.0	47.49	33.0
1990	-218.11	207.60	95.2	10.51	4.8
1991	-272.51	203.67	74.7	68.84	25.3
1992	-289.25	231.67	80.1	57.58	19.9
1993	-254.03	162.67	64.0	91.36	36.0
1994	-201.50	173.79	86.2	27.71	13.8
1995	-155.93	-32.03	-20.54	187.96	120.54
1996	-116.80	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: *Government Finance Statistics Yearbook*, FMI, Washington, 1995.

CUADRO 11
EUA: RELACIÓN DEUDA
GUBERNAMENTAL/PRODUCTO INTERNO BRUTO

Años	Deuda gubernamental (mmd)	Producto interno bruto (mmd)	Porcentajes
1985	1 561.73	3 970.90	39.33
1986	1 762.50	4 219.60	41.77
1987	1 911.50	4 453.30	42.92
1988	2 078.76	4 810.00	43.22
1989	2 207.46	5 175.80	42.65
1990	2 440.95	5 468.10	44.64
1991	2 713.37	5 629.50	48.20
1992	3 002.62	5 868.60	51.16
1993	3 308.99	6 278.80	52.70
1994	3 450.76	6 935.70	52.02
1995	3 606.69	7 253.80	49.72
1996	3 747.10	7 575.90	49.46

Fuente: *Government Finance Statistics Yearbook, 1996*, FMI, Washington.

La solución a largo plazo sería recortar el gasto gubernamental y cambiar la política fiscal para impulsar el ahorro interno. Tasas de interés más altas quizá atraerían al capital extranjero (aunque en años recientes lo han hecho cada vez en menor proporción), pero ya se sabe que al elevar el costo del dinero internamente se corre el riesgo de una recesión.

En las reuniones del FMI (abril y octubre de 1995) y en la *XXI Cumbre del G-7* (Halifax, Canadá, junio de 1995), Robert Rubin, secretario del Tesoro estadounidense, señaló que el gobierno de Clinton estaba plenamente comprometido con la reducción del déficit fiscal que tanto ha contribuido a la inestabilidad mundial; incluso hizo notar que el programa de reducción de ese déficit ha desempeñado un papel importante en la recuperación económica estadounidense.²⁹

²⁹ Clinton envió al Congreso un proyecto que reduce la relación déficit presupuestario/PNB de 5% cuando tomó posesión a 2.1% en el año 2000. El apoyo de los congresistas republicanos para la consolidación fiscal es considerada por los europeos como una sólida esperanza de que Estados Unidos realmente reduzca el déficit presupuestal.

Pero contrariamente a otros especialistas, Martin Feldstein, ex presidente del Consejo de Asesores Económicos de la presidencia, actualmente profesor de Harvard, no considera que el recorte del déficit fiscal pueda ayudar a fortalecer al dólar. Recuerda que en 1985 el FMI y los gobiernos alemán y japonés exigieron a Estados Unidos reducir su déficit presupuestario para reducir el valor del dólar. En 1995 pedían que lo redujera pero para elevar el valor de la divisa.

Si los déficit presupuestarios más bajos hicieran subir el valor del dólar, los productos estadounidenses serían menos competitivos tanto interna como externamente, desacelerando el crecimiento económico del país e impulsando la actividad económica en el exterior.

Para Feldstein ésta es la razón por la cual los gobiernos europeos y el japonés desean un dólar fuerte; pero la experiencia de Estados Unidos y el análisis económico básico indican que la respuesta a la reducción del déficit sería en realidad acelerar el declive del dólar. Feldstein cita como prueba de ello que entre 1985 y 1987 el déficit presupuestario bajó de 5.34 a 3.31% del PIB y la tasa de interés real sobre los bonos del Tesoro a diez años descendió de 6.8 a 4%. En el mismo periodo el dólar descendió aproximadamente un 23% con relación al DEG; debe recordarse que ése fue el periodo que medió entre el Acuerdo del Hotel Plaza y el del Louvre.

En los ochenta, un creciente déficit presupuestario provocó que el dólar subiera y un decreciente déficit coincidió con una baja del dólar. Por otra parte, suponiendo que el dólar aumentara de valor, crecería el déficit comercial y la deuda de Estados Unidos con el resto del mundo; en tales circunstancias se vería mermada la confianza en el dólar.

Naturalmente Feldstein se pronuncia por la reducción del déficit presupuestario, pero con vistas a obtener como resultado un ulterior declive del dólar de una magnitud tal que ayudara a contraer realmente el déficit comercial.

El superávit o déficit gubernamental afecta a los mercados de capital a través de dos canales principales:

1. Altera la oferta de valores gubernamentales al resto de la economía y el monto de los activos líquidos en poder del gobierno.

2. Altera el nivel de la actividad económica en el sector privado, cambiando así el equilibrio entre fuentes y usos de fondos dentro de la economía en su conjunto.

Un continuo déficit presupuestario, aun si es modesto con relación al PNB, hace surgir el peligro de inestabilidad en los mercados monetarios.

Los déficit fiscal y comercial de Estados Unidos han inundado al mundo de dólares y por simple ley de la oferta y la demanda, el valor de la divisa estadounidense cae. En 1995, con una deuda neta de más de 600 000 millones de dólares en manos de extranjeros, Estados Unidos era por mucho el mayor prestatario mundial. Por el lado del yen ya se ha visto que ocurría exactamente lo contrario: debido a una elevada tasa de ahorros japonesa y al consumo de productos japoneses en Estados Unidos, la demanda del yen superó su oferta, y ello incrementó el valor de la divisa nipona. Las desregulaciones financieras en Japón, establecidas en años recientes, ayudaron a disminuir la demanda del yen.

● Medidas adoptadas para frenar el declive del dólar

Con el fin de detener la caída de su divisa en 1994-1995, Estados Unidos recurrió básicamente a las medidas tradicionales:

1. Aumentos en las tasas de interés.
2. Intervenciones en el mercado de cambios.

Aumentos en las tasas de interés

Para estimular a los extranjeros a mantener dólares, Estados Unidos estuvo aumentando sus tasas de interés, pero además de que no obtuvo los resultados esperados, esa variable no podía continuar al alza por los efectos negativos que estaba teniendo sobre el crecimiento económico.

En 1994 el Sistema de la Reserva Federal estadounidense³⁰ aumentó seis veces las tasas de interés a corto plazo y tres veces la tasa

³⁰En Estados Unidos la política monetaria está a cargo de los gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Las decisiones básicas sobre política monetaria las toma los más recientes avatares del dólar (1994-1997)

de descuento, para “evitar oportunamente peligros inflacionarios” (véase cuadro 12). Alan Greenspan, presidente de esa institución, advirtió que la inflación amenazaba con convertirse en un peligro real, pues aunque para el consumidor ese indicador estaba en un nivel similar al del año anterior, en el proceso de producción se notaban ya evidentes presiones al alza sobre los precios.

CUADRO 12
EUA: MOVIMIENTOS EN LAS TASAS DE INTERÉS, 1994-1996
(Porcentajes)

Año/mes	Tasa de fondos federales	Tasa de descuento
1994		
4 de febrero	3.25	
22 de marzo	3.50	
17 de abril	3.75	
17 de mayo	4.25	3.5
16 de agosto	4.75	4.0
15 de noviembre	5.50	4.75
1995		
1 de febrero	6.00	5.25
6 de julio	5.75	
19 de diciembre	5.25	
1996		
31 de enero		5.00
1997		
26 de marzo	5.50	

Fuente: *International Financial Statistics*, FMI, Washington, varios ejemplares.

En febrero de 1995, nuevamente se incrementaron las tasas de interés, también con el objeto de alejar el espectro de la inflación. La economía estadounidense creció a una muy rápida tasa anual de 4.5% en el último trimestre de 1994, pero ya en el primer trimestre de 1995 presentaba señales de reducir su ritmo, debido entre otros factores a los aumentos en las tasas de interés. Siendo así, incre-

cada tres semanas el Comité de Mercado Abierto, integrado por siete gobernadores del Sistema junto con los presidentes de cinco de los doce bancos regionales de la Reserva Federal. En gran medida, la especulación en los mercados financieros se basa en lo que se supone decidirá el Comité en el futuro.

mentos posteriores hacían temer que la economía cayera en recesión en 1996. Además, tasas de interés al alza minarían aún más la economía mexicana y presionarían a Estados Unidos a adquirir mayores compromisos con ese país. En opinión del presidente Clinton, en 1995 no existían ya factores económicos objetivos que justificaran incrementos en las tasas de interés.

Precisamente para evitar que la economía estadounidense se debilitara, el 6 de julio de 1995 se inició una política de ablandamiento del crédito.

La tasa de fondos federales es aquella que los bancos se cobran entre sí por préstamos a muy corto plazo sobre las reservas que tienen en depósito en el Fed; esta tasa interbancaria es fijada por el Fed como referencia y constituye su principal herramienta de política monetaria. El Fed anuncia periódicamente la tasa que piensa sería la adecuada y posteriormente compra o vende valores del Tesoro en el mercado abierto para incrementar o reducir las reservas mencionadas y así mantener cerca de su objetivo la tasa de fondos federales. Con base en ella, los mercados financieros establecen las otras tasas de interés a corto plazo. La tasa de redescuento es la que cobra el Fed a los bancos privados por préstamos inmediatos.

La tasa de redescuento permaneció en 3% del 2 de julio de 1992 al 17 de mayo de 1994. En el periodo de aumento de las tasas de interés, la de redescuento se elevó en 225 puntos base (centésimos de punto porcentual): de 3 a 5.25%. La tasa de fondos federales subió 300 puntos base: de 3 a 6%. Nótese que los primeros tres aumentos fueron de 25 puntos base, los dos siguientes de 50, y el del 15 de noviembre de 75; este último fue el mayor desde mayo de 1981, cuando el Fed aumentó la tasa de redescuento hasta 14% en el cuarto aumento consecutivo para combatir la inflación (10% en ese entonces).

Supuestamente, mayores tasas de interés en Estados Unidos –aunadas a tasas más bajas en Japón y Alemania–³¹ tendrían el

³¹El 30 de marzo de 1995, en medio de un ataque especulativo contra el dólar, el Bundesbank bajó su tasa de descuento de 4.5 a 4%; el 24 de agosto la hizo descender a 3.5%. La tasa lombarda, que desde el 11 de mayo de 1994 se mantenía en 6% bajó a 5.5% el 24 de agosto; todo ello para alentar el crecimiento económico alemán, pero también para detener la caída del dólar. Una inesperada contracción del M3 medida amplia de la oferta monetaria y principal indicador de la política del Bundesbank sobre todo del efectivo, una inflación baja y una disminución en el ritmo de crecimiento eco-

efecto de fortalecer al dólar al atraer inversionistas internacionales por los altos réditos y por la estabilidad no inflacionaria en las inversiones denominadas en dólares. Pero este efecto ya no se produjo tan fácilmente, y además el Fed ya no quiso elevar las tasas en abril de 1995 –pese a las presiones del FMI, de Japón y de Alemania– ante evidencias de que la actividad económica en Estados Unidos se desaceleraba sustancialmente tras los siete sucesivos incrementos en los réditos y ante el temor de tornar el enfriamiento en una abierta recesión.

A finales de los años ochenta y principios de los noventa, el Fed llevó a cabo una estrategia monetaria para estimular la economía y situó las tasas de interés en su nivel más bajo en veinte años (3% el 2 de julio de 1992). Esta estrategia empezó a dar frutos a finales de 1993, cuando la economía entró en una fase de recuperación.

En 1994 la preocupación del Fed por la inflación lo llevó a frenar el crecimiento del dinero, elevando la tasa de descuento y la de fondos federales. Como los créditos a esas dos tasas son las principales fuentes de las reservas que los bancos deben mantener contra los depósitos en libros, el elevarlas hizo más costoso para los bancos el mantener sus reservas y aceptar y sostener sus depósitos. La fuente de preocupación del Fed era que los créditos comerciales e industriales se habían disparado, al igual que los créditos al consumidor y sobre bienes raíces.

Las operaciones de mercado del Fed contribuyeron a un incremento general de los rendimientos de los títulos de deuda. Esto hizo aún más costoso para los bancos el reunir fondos mediante la liquidación de sus valores. Los bancos se vieron entonces forzados a pedir cada vez más dinero prestado en la ventanilla de descuento del Fed. La dispersión entre la tasa de redescuento y la tasa prima incitó abiertamente a los bancos a seguir pidiendo prestado y crear dinero para que gastaran empresarios y consumidores: en noviembre de 1994, por ejemplo, los bancos podían pedir prestado en la ventanilla de descuento del Fed a 4.75% y otorgar créditos a empresarios a la tasa prima de 8.5% o aun más.

nómico por el impacto del fuerte marco alemán, fueron las razones decisivas para estos recortes en las tasas oficiales.

El deprimido ahorro interno haría aconsejable alentarlo, aumentando aún más las tasas de interés, pero es bien sabido que las alzas en el costo del dinero conspiran contra el crecimiento económico. Por ello, el 6 de julio de 1995, con el fin de apuntalar la economía estadounidense, el Fed empezó a flexibilizar el crédito, al reducir por primera vez en casi tres años la tasa de fondos federales (de 6 a 5.75 por ciento).

Intervenciones oficiales en el mercado de cambios

Los bancos centrales frecuentemente compran y venden reservas en los mercados de activos privados, y con ello alteran las condiciones de la macroeconomía al incrementar o disminuir la cantidad de dinero en circulación.

Pero la crisis en los mercados monetarios europeos (1992-1993) y otros derrumbes financieros han demostrado con un rigor nunca antes visto, que los bancos centrales ya no son participantes realmente importantes en el mercado cambiario. Lo que se advierte ahora es el poder de los especuladores –quienes sólo buscan la rentabilidad– para imponer direcciones diferentes a las deseadas por las autoridades monetarias de los respectivos países. Para algunos, no se trata de especuladores, sino simplemente de agentes interesados en evitar el riesgo, para lo cual se deshacen de posiciones en determinadas divisas, que no les conviene conservar porque se están depreciando.

En el capítulo anterior se vio cómo, tratando de contener las variaciones en el valor de una moneda, cada vez que se desencadena un ataque especulativo, el banco central del país respectivo, solo o en coordinación con los bancos centrales de los principales países industrializados, interviene masivamente en los mercados cambiarios.

Un mercado en el cual se intercambian diariamente más de un billón de dólares en divisas (un trillón para Estados Unidos) –de los cuales únicamente una cuarta parte puede atribuirse al comercio de bienes y servicios–³² es incontrolable a largo plazo por me-

³² La especulación, protección e inversión son responsables del resto, lo que explica las bruscas variaciones del dólar en el corto plazo. Véase al respecto Paul Magnuson, "Commentary", en *Business Week*, 15 de agosto de 1994, p. 22.

dio de intervenciones de los bancos centrales. Reino Unido, Francia, Italia, España e Irlanda recurrieron a ese tipo de intervenciones en 1992-1993, con los resultados ya conocidos en el mecanismo de tipos de cambio del SME. Las monedas se hundieron cuando los gobiernos europeos no modificaron su política económica.

Ante la gran dimensión alcanzada por los mercados financieros, son las variables económicas fundamentales y no las intervenciones las que deciden los tipos de cambio a largo plazo. La intervención constituye –si acaso– una solución a corto plazo y las monedas débiles requieren de remedios a largo plazo.³³ La intervención oficial en el mercado de cambios tiene el efecto de “enviar señales” a quienes participan en él, pues deducen de dicha intervención cuál puede ser la política macroeconómica a aplicarse en el futuro inmediato. Empero, si los gobiernos no adoptan medidas monetarias y fiscales que sean coherentes con las señales que envían, éstas pierden efectividad.

Las intervenciones monetarias por parte de los bancos centrales deben ser consideradas como un último recurso, efectuarlas en el momento oportuno para que tengan un impacto verdaderamente importante, y apoyarse siempre en cambios sustanciales en la política económica interna de los principales países. Pero esas medidas difícilmente serán aplicadas en la magnitud requerida para modificar la opinión de los inversionistas y especuladores: movimientos coordinados en las tasas de interés, disminución de los déficit gemelos de Estados Unidos, nuevas medidas de desregulación de los mercados japoneses, etcétera.

La volatilidad cambiaria es la más reciente evidencia de un sistema que constituye un lastre para la economía mundial.³⁴ La estructura de tipos de cambio flotantes ejerce poca disciplina sobre los gobiernos que incurren en gastos deficitarios y la resultante volatilidad crea desincentivos para que las empresas inviertan en el exterior. Mientras tanto, los banqueros centrales enfrentan a los especuladores gastando inutilmente miles de millones de dólares con el fin de sostener el valor de sus divisas.

³³ Adam Zagori, “Currencies. The Buck Flops Here”, en *Time*, 4 de julio de 1994, p. 31.

³⁴ Judy Shelton, *Money Meltdown. Restoring Order to the Global Currency System*, The Free Press, Nueva York, 1994, viii+399 pp.

Para Paul Magnusson, sin cambios importantes en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y Japón, las intervenciones monetarias o las alzas en las tasas de interés están destinadas al fracaso:

Washington ha evitado luchar contra las fuerzas económicas básicas que crean el desequilibrio comercial con Japón. Las pláticas pueden conseguir sólo concesiones marginales. Pero si realmente se desea solucionar a largo plazo el problema dólar-yen, Estados Unidos tendrá que presionar por reformas fundamentales en Japón, lo cual constituirá un largo y difícil proceso.³⁵

Frente al billón de dólares que se mueven diariamente alrededor del mundo en busca de ganancias, el Fed y otros bancos centrales tienen recursos sumamente limitados para usarlos en una sola intervención.

En 1994 las reservas monetarias totales (excluyendo el oro) del Grupo de los siete ascendían a 259 156 millones de dólares y las correspondientes a todos los países industriales a 433 835 millones de dólares. En febrero de 1995, Estados Unidos comprometió 20 000 millones de su fondo de defensa para el dólar (que asciende a 36 000 millones de dólares) en el "paquete de ayuda a México". No sorprende entonces que cuando dieciocho bancos centrales inyectan 5 000 millones de dólares en los mercados para apoyar al dólar, el esfuerzo tenga poco impacto. Los bancos centrales carecen de poder frente a las fuerzas del mercado.

Como se señaló en la reunión anual y en el informe correspondiente a 1995 del Banco de Pagos Internacionales, las intervenciones de los bancos centrales en apoyo de una moneda sólo resultan eficaces si tienen lugar en un "marco de política macroeconómica claramente definida" como sería el caso de las realizadas en el segundo semestre de 1995.

Si en Estados Unidos las tasas de interés no pueden seguir al alza por su impacto negativo sobre la tasa de crecimiento económico y si no funcionan las intervenciones en los mercados cambiarios –más que en condiciones muy particulares– subsiste la pregunta de cómo lograr cierta estabilidad cambiaria.

³⁵ Paul Magnusson, *ibidem*.

La "coordinación" entre los principales países

De esta manera se llega de nuevo al proceso de coordinación económica entre los principales países industriales –básicamente el G-7 y dentro de éste, Estados Unidos, Japón y Alemania–, en el cual se ha querido encontrar la forma de avanzar hacia la consecución de un sistema monetario y financiero internacional estable. Para muchos expertos, la estrecha cooperación en el G-7 sobre los elementos centrales del comercio mundial y del sistema monetario internacional,³⁶ es actualmente un elemento clave e indispensable de la actividad económica mundial. Pero la cooperación en el G-7 ha consistido básicamente –si acaso– en aplicar coordinadamente las medidas tradicionales ya señaladas: movimientos en las tasas de interés e intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios.

En el caso que nos ocupa –los cambios dramáticos en la cotización del dólar en el curso de 1994 y 1995– las autoridades monetarias alemanas consideraron haber hecho todo lo que podían para frenar la baja del dólar al reducir medio punto la tasa de descuento (30 de marzo de 1995). Theo Waigel, ministro alemán de Finanzas, fue enfático al afirmar que cada país contribuye a la estabilidad de su moneda con su política presupuestaria. Los europeos deben proseguir la política de consolidación fiscal; Japón, abrir sus mercados, suprimir reglamentos y fortalecer la demanda interna, y Estados Unidos y Canadá, reducir su déficit.

En el capítulo anterior se vio cómo estas recomendaciones se repiten en una u otra forma desde hace años en cada reunión del G-7, sea en el nivel de ministros de finanzas o en las "cumbres", sin que se registren avances serios.

Por su parte Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank señaló que el país cuya moneda es presionada tiene que aplicar "soluciones serias y concretas" para remediar sus dificultades económicas, y eso vale sobre todo para los países cuya moneda cumple la función de divisa de reserva internacional. Corresponde a Estados Unidos reducir su déficit presupuestario, una de las principales causas de

³⁶Jürgen Stark, "The G7 at Work", en *The International Economy*, Publicación bimestral del Consejo del G-7, vol. IX, núm. 5, septiembre-octubre de 1995. pp. 52-54.

la inestabilidad mundial, y a los japoneses abrir su mercado para reducir su excedente comercial con Estados Unidos.

En la reunión de primavera del FMI (abril de 1995), Camdessus recalcó que la debilidad del dólar amenazaba con descarrilar el crecimiento mundial; de persistir la volatilidad monetaria, el comercio mundial y la inversión transfronteriza podrían interrumpirse. Por eso Japón, Alemania y –por primera vez en la historia de la institución– el dirigente del FMI, atacaron a Estados Unidos por no esforzarse lo suficiente en apuntalar su divisa.

Camdessus quería que Estados Unidos volviera a elevar sus tasas de interés para complementar el efecto causado por la reducción de dichas tasas en Alemania y Japón (30 de marzo y 14 de abril de 1995, respectivamente), para así detener el desplome del dólar y conjurar el peligro de daños al sistema económico global. Hubiera habido un impacto internacional mayor con un incremento en las tasas de interés de Estados Unidos, que haría que el dólar recuperara algo de su atractivo para los inversionistas.

Por ello Camdessus lamentó el que no se diera dentro del G-7 la deseable coordinación en materia de política monetaria, lo cual acentuó la debilidad del dólar en los mercados internacionales.

Rubin rebatió los ataques de Camdessus y de sus colegas alemán y japonés, e insistió en que el dólar fuerte era “un interés nacional para Estados Unidos” –pues ayudaría a mantener baja la inflación en el país– y que esa divisa conservaría su estatus de principal moneda internacional de reserva. Al mismo tiempo, Rubin trató de frenar la especulación, advirtiendo que Estados Unidos interveniría en los mercados de cambio para impulsar al dólar, siempre que fuera necesario. Negó rotundamente que su país intentara deliberadamente llevar a la baja al dólar para obtener una ventaja competitiva en los mercados mundiales.

En cuanto al aumento en las tasas de interés, la negativa estadounidense se debió a lo ya señalado anteriormente: tras seis alzas en la tasa de interés en 1994 y una más en febrero de 1995, lo último que quería el presidente del Fed, Alan Greenspan, era elevarlas aún más y con ello arriesgar la recuperación económica estadounidense o incluso ir hacia una recesión. Una acertada afirmación es que los gobiernos se han hecho adictos a usar las tasas de

interés para atraer capital extranjero, en la misma forma que los bancos tratan de atraer depositantes; se califica de "juego terrible" esta forma de atraer "dinero caliente".³⁷

Efectivamente, en 1993 y 1994 se trató de corregir las fluctuaciones entre el dólar, el yen y el marco alemán mediante modificaciones en las tasas de interés internacionales a corto plazo, siempre en favor del dólar y sin embargo tuvieron un escaso efecto. Y es que los incrementos en las tasas de interés no bastaron para inducir a los inversionistas a arriesgarse a tener pérdidas al invertir en un dólar que se debilitaba.

Con base en la declaración de los ministros de finanzas del G-7 en la reunión de primavera del FMI, en la Cumbre 1995 del mismo grupo (Halifax, junio de 1995), además del comunicado final, se preparó un documento de apoyo consistente en un anexo de 16 páginas titulado *Revisión de las instituciones financieras internacionales*. Para el objeto de este capítulo, lo que interesa de ese documento³⁸ es que fija la posición del grupo en torno a la turbulencia en los mercados de divisas, allí se menciona que: "La continua cooperación en los mercados cambiarios puede ser un medio útil y eficaz para moderar los movimientos cambiarios que no están generados por los cambios fundamentales en las condiciones o en la política económica."³⁹

Señalaron también lo deseable de "un revertimiento ordenado en los movimientos monetarios" que han "ido más allá de los niveles justificados por las condiciones económicas objetivas de los principales países".⁴⁰

En consecuencia, los ministros se comprometieron a mantener una estrecha supervisión y cooperación y respuestas coordinadas en relación con los mercados cambiarios. Coincidieron en que la política económica debería seguir siendo orientada a sostener el crecimiento no inflacionario, lo que contribuiría a la estabilidad de los mercados financieros. La turbulencia en éstos dificulta la lucha contra la inflación en Estados Unidos y obstaculiza el crecimiento

³⁷ Judy Shelton, *ibidem*.

³⁸ Allí se plantea la posible creación dentro del FMI del Mecanismo Financiero de Emergencia y del sistema de detección de crisis.

³⁹ *Boletín del FMI*, 10 de julio de 1995.

⁴⁰ *Ibidem*.

económico en Europa y Japón. La mayoría de los países con monedas débiles tienen déficit presupuestarios altos; por ello deben redoblar esfuerzos para reducirlos y para estabilizar los tipos de cambio y restituir la confianza en los mercados.

Se sigue apelando a la coordinación internacional –en especial de la política monetaria– para evitar fluctuaciones cambiarias erráticas. Los siete aceptaron que para evitar esas crisis, la receta es tener “una casa en orden”, adoptar políticas fiscales y monetarias sanas y fomentar el ahorro nacional que por definición es más estable.

Fueron estos acuerdos,⁴¹ delineados en las reuniones de abril del FMI y concretados en Halifax (junio de 1995) durante la Cumbre del G-7, los que permitieron a partir de julio de 1995, una cotización dólar-yen más adecuada. Básicamente en tales acuerdos, Estados Unidos, Japón y Alemania (el G-3) se comprometieron (como suelen hacerlo en ese tipo de reuniones) a coordinar su intervención en el mercado monetario y –para apoyar dicha intervención– a hacer cambios significativos en su respectiva política económica: Alemania y Japón estimularían su economía –Japón mediante medidas fiscales y Alemania reduciendo las tasas de interés– y Estados Unidos recortaría los gastos gubernamentales para reducir el déficit presupuestario. La experiencia demuestra que para que pueda llevarse a cabo cualquier ejercicio de coordinación es necesaria la coincidencia en los objetivos de política económica de los países participantes.

● Evolución de los mercados cambiarios en 1996 y 1997

A lo largo de 1996, el dólar fue alcanzando mejores cotizaciones con respecto a las otras divisas importantes y en febrero de 1997 llegó a 123 yenes, el nivel más alto en casi cuatro años, y a 1.64 DM, récord en 31 meses. Este “revertimiento ordenado” de las bajas cotizaciones de 1995, se consideró como fruto de los esfuerzos de coordinación de las naciones industrializadas.

El alza del dólar ha sido de tal magnitud (50% respecto al yen y 20% respecto al marco) sobre las cotizaciones de abril de 1995

⁴¹ Considerados por algunos como el Acuerdo Plaza II o el reverso del Acuerdo Plaza.

(79.85 yenes y 1.31 DM), que los japoneses que en 1995 se lamentaban de las repercusiones que la caída del dólar estaba teniendo en su economía, en 1996 se preocupaban por la fuerza de esa divisa.

En la reunión de ministros de economía y presidentes de bancos centrales del G-7 (Berlín, 7 y 8 de febrero de 1997), tras revisarse los acontecimientos en los mercados cambiarios, se acordó cooperar en caso de que las monedas volvieran a desalinearse, pero se consideró que las cotizaciones en ese momento eran las adecuadas. La declaración emitida al concluir dicha reunión indicó que la subvaluación del dólar estaba ampliamente superada y que en consecuencia había llegado a su fin el apoyo explícito del G-7 para elevar el valor del dólar, lo cual no implicaba que el grupo quisiera actuar en sentido contrario, interviniendo para bajar deliberadamente tal cotización.

Estados Unidos señaló que las variables económicas fundamentales dictarían los movimientos en los tipos de cambio; sin embargo, Japón demandó un esfuerzo activo para apoyar al yen, en virtud de que –si bien es cierto que un dólar al alza incrementaba sus exportaciones, y con ello la posibilidad de salir de la recesión– sus precios de importación estaban subiendo considerablemente. Funcionarios alemanes se manifestaron también deseosos de que acabara el alza del dólar.

Sin embargo, la debilidad económica, tanto de Japón como de Europa, hacía poco probable el cambio en la tendencia alcista del dólar; independientemente del daño que esto pueda provocarle, Japón debe aplicar medidas que apoyen una sólida recuperación de su economía, con base en la demanda nacional. Asimismo, debe reforzar su sistema financiero.

En Europa el principal problema sigue siendo el desempleo y la política contraccionista aplicada para cumplir con los estrictos lineamientos de Maastricht. El Bundesbank considera los problemas de la economía alemana como estructurales, así que cualquier aumento en la debilidad del marco, incrementará la inflación. Por tanto desearía que se frenara la fuerte trayectoria alcista del dólar.

Teóricamente, la fortaleza del dólar impulsa las exportaciones japonesas y europeas; pero como se recordará, cuando en 1995 el valor del yen se incrementó notablemente, muchos exportadores japoneses trasladaron parte de su producción al extranjero e importaron más componentes. Debido a esto, al abaratare el yen, las compañías japonesas exportadoras se vieron menos beneficiadas que antes. La depreciación del yen amenaza al frágil sistema financiero japonés y al avance de su aparato productivo.

Si el Banco de Japón se decidiera a intervenir en los mercados cambiarios vendiendo dólares para incrementar el valor del yen, las condiciones monetarias en Japón se harían más difíciles al elevarse las tasas de interés, medida que atentaría contra el propósito de estimular la economía.

Los esfuerzos japonés y europeo por reducir sus déficit presupuestarios, trajeron consigo políticas monetarias laxas a partir de 1996 y en consecuencia tasas de interés bajas; ante tal situación, lógicamente los inversionistas buscaron rendimientos más altos en Estados Unidos.

La disposición a invertir en dólares en 1996 y principios de 1997, se vio alentada también por la idea de que si cristalizara la unión monetaria europea, el euro carecería –al menos en un principio– de la fortaleza que ha caracterizado al marco alemán. Siendo así, se consideró preferible adquirir dólares.

Aunque Estados Unidos continuaba sus esfuerzos por reducir sus déficit presupuestario y comercial, la economía del país mostraba una evolución satisfactoria, con un crecimiento sostenido y poca inflación, situación a la que ha contribuido la fortaleza de su divisa. En efecto, esto último ha frenado la inflación –al abaratar las importaciones– y en tales circunstancias, el gobierno estadounidense no estaba deseoso de frenar el ascenso del dólar. Como contrapartida de los efectos favorables de dicho fenómeno, estaba latente la amenaza de que se disparara el déficit comercial.

Por todo esto sucedió que, contrariamente a lo esperado, el comportamiento de los mercados cambiarios tras la declaración de Berlín (8 de febrero de 1997), reveló que en realidad no había terminado la corrección del dólar, pues lejos de aminorar, la tendencia alcista de éste se incrementó.

El Secretario del Tesoro estadounidense, Robert Rubin, considera que la clave para reducir el déficit comercial de su país es la competitividad y no favorecer la debilidad del dólar. A diferencia de Rubin, James Baker y Nicholas Brady (secretarios del Tesoro durante los ochenta, ambos republicanos) fueron partidarios de reducir el valor del dólar. Paul Volcker, como presidente del Fed, auspiciaba también un dólar débil, con lo cual redujo la confianza del mercado financiero, elevó las tasas de interés, y con ello frenó el crecimiento de la economía.

La situación del dólar en 1996 y principios de 1997 no podía ocultar un hecho: en tanto Estados Unidos siga dependiendo de los ahorros externos, no será real la fortaleza de su divisa. En 1996, los extranjeros hicieron compras netas de bonos y documentos de la Tesorería estadounidense por un monto de 200 000 millones de dólares. Pero tal como ocurrió en 1995, en cuanto los inversionistas vean mejorar la situación económica fuera de Estados Unidos, volverán a vender sus dólares para adquirir marcos alemanes y yenes.

El 26 de marzo de 1997, la tasa de fondos federales de Estados Unidos se elevó 0.25 para quedar en 5.50. En los dos días subsiguientes, la bolsa de valores de Nueva York cayó 4.37% (297.22 puntos) como repercusión inmediata tanto del alza en la tasa de interés como de las palabras de Alan Greenspan, presidente del Fed, considerando sobrevaluada la bolsa de Nueva York.

El Fed aumentó también en 0.25 los rendimientos de los bonos federales, que llegaron así a 7.1%. En plena globalización, manipular las variables macroeconómicas forzosamente acarrea consecuencias, la primera de ellas, crear incertidumbre. El 1 de abril de 1997 la cotización del dólar era de 1.665 DM, y de 121.73 yenes. Estas cifras indican que en dos años el yen bajó casi 50% frente al dólar, volviendo a la cotización que tuvo en 1988 (véase cuadro 1).

A mediados de 1997, el Secretario del Tesoro estadounidense, Robert Rubin, insistía en que continuaría con su política de fortalecer al dólar, pues eso ayudaría a mantener la inflación controlada y las tasas de interés bajas.

En esas fechas el dólar llevaba ya año y medio de fortaleza, después de los descalabros que sufrió en 1995. Pero el superávit

comercial japonés seguía aumentando peligrosamente afectando a los productores estadounidenses.

Por ello Estados Unidos exhortó a Japón en abril de 1997 a seguir avanzando en la desregulación de su economía, fundamentalmente abriendo más sus mercados a las importaciones, pues sin ello podría volver a incrementarse el excedente japonés, con consecuencias para el sistema comercial global, y no sólo el bilateral. Para Estados Unidos la manipulación monetaria, por medio del debilitamiento del yen no es la forma de reducir el creciente superávit japonés.

La fortaleza del dólar ha hecho que de nuevo los bancos centrales utilicen los dólares adquiridos en las intervenciones en los mercados de cambio, en comprar valores del Tesoro estadounidense y otros instrumentos líquidos denominados en dólares.

Durante las reuniones de primavera del FMI (Washington, abril de 1997), refiriéndose a la corrección de los grandes desajustes entre las principales monedas desde el segundo trimestre de 1995, los ministros reafirmaron que los tipos de cambio deben ser congruentes con los parámetros fundamentales de la economía. Señalaron que debe evitarse la reaparición de grandes desequilibrios de balanza de pagos y que "no son deseables" ni una volatilidad excesiva ni desviaciones significativas con respecto a dichos parámetros. Por consiguiente, los ministros convinieron en la importancia de seguir de cerca la evolución de los acontecimientos y actuar concertadamente en los mercados de cambio según convenga.

El continuo avance del dólar estadounidense desde finales de 1995, en general ha sido positivo para la economía mundial, ya que:

1. Se mantienen bajos los precios de las importaciones estadounidenses, lo que ayuda a contener la inflación en Estados Unidos en momentos de crecimiento económico vigoroso en ese país.

2. Se impulsa la competitividad de las exportaciones europeas y japonesas, lo que estimula el débil crecimiento económico de esas economías.

Ya a mediados de 1997 se consideraba que el dólar había aumentado demasiado, pero se esperaba que ese ascenso cediera ante

cierta previsible desaceleración del crecimiento económico estadounidense.

● Consideraciones sobre la inestabilidad cambiaria

En suma, la economía estadounidense enfrenta una fuerte presión internacional para que disminuya sus desequilibrios fiscales y comerciales. En tanto no exista una decisiva política para sanear su economía, habrá tensiones monetarias y financieras internacionales.

La producción de Estados Unidos sigue predominando en el mundo; la preferencia mundial por los dólares⁴² le beneficia en la forma de costos de endeudamiento más bajos, además de que puede exportar sus problemas financieros a sus socios comerciales. Éstos y los organismos financieros multilaterales no tienen la capacidad para obligar al gobierno de Estados Unidos a establecer un programa de ajuste y austeridad como ocurre con otros países. El estatus del dólar como moneda de reserva, permite a Estados Unidos evitar las severas medidas necesarias para corregir sus finanzas.⁴³

Estados Unidos ahorra alrededor de 15 000 millones de dólares anuales como resultado de la aceptación del dólar como moneda clave, según una estimación de Michael Adler, profesor de finanzas internacionales de la Universidad de Columbia. Los pagos de intereses gubernamentales netos totalizaron 232 000 millones de dólares al 30 de septiembre de 1995.⁴⁴ Además, muchos extranjeros usan sus dólares para comprar bonos de Tesorería, ayudando por tanto a financiar el déficit presupuestario estadounidense. Si no hubiera esa fuerte demanda de dólares por parte de los extranjeros, ese beneficio se reduciría.

⁴²Según Richard Porter, economista monetario del Consejo de la Reserva Federal, alrededor de 66% de los 372 000 millones de dólares en billetes estadounidenses en circulación, están en el extranjero. Estados Unidos no paga intereses sobre esas tenencias, lo que hace a los dólares en poder de extranjeros, un préstamo libre de intereses.

⁴³Fue esta situación de "privilegio exorbitante" de Estados Unidos, lo que a mediados de los sesenta impulsó al presidente francés Charles de Gaulle a denunciar la "dominación anglosajona" de la alianza occidental y a convertir la mayor parte de los dólares de Francia en oro.

⁴⁴Dan Weil Bloomer, *Business News*, 9 de febrero de 1996.

Las tenencias extranjeras privadas de bonos de la Tesorería fueron de un total de 849 200 millones de dólares al 31 de agosto de 1995, 26% de todas las tenencias privadas, según cifras del Departamento de Estado. Como también se explicó ya, la disposición de los extranjeros a conservar dólares ha ayudado a Estados Unidos a financiar su déficit en cuenta corriente desde 1982.

El rendimiento sobre los bonos del Tesoro estadounidense a treinta años –que se mueve en dirección opuesta a su precio– cayó de 8.15% en noviembre de 1994 a alrededor de 6.85% en mayo de 1995. Esta elevación en el mercado de bonos estadounidense no se habría dado sin una compra récord de tales bonos por parte de los bancos centrales, sobre todo del propio Fed, del Bundesbank y del Banco de Japón, usando dólares que compraron en las intervenciones para apuntalar al dólar. Las tenencias de los bancos centrales de bonos de la Tesorería de Estados Unidos aumentaron de 683 000 millones de dólares a finales de 1993 a 811 000 millones en marzo de 1995, según el Fed.⁴⁵

Teóricamente, un dólar débil perjudica a los mercados de capital al contraerse la demanda de los inversionistas privados en el extranjero, que naturalmente no quieren adquirir bonos en una moneda cuyo valor desciende. Pero los bancos centrales extranjeros necesitaban canalizar los miles de millones de dólares adquiridos en las intervenciones, en valores denominados en esa moneda, para que sus esfuerzos de intervención tuvieran resultados.

A mediados de 1995, más de 45% del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se financiaba por bancos centrales extranjeros mediante la compra de valores del Tesoro estadounidense. Pero bien podría suceder que al fortalecerse el dólar, los bancos centrales se deshicieran de esos bonos.

El principal obstáculo para una sólida recuperación de la divisa estadounidense sigue siendo precisamente ese déficit en cuenta corriente. El déficit fiscal, pese a su enorme monto, efectivamente muestra una reducción en los últimos años y desde luego es mucho más manejable que los déficit de la mayoría de los países europeos. Empero, estos últimos pueden financiar sus déficit básicamente con

⁴⁵*The Economist*, 4 de abril de 1995.

ahorros internos, mientras que Estados Unidos con su resistencia a ahorrar y su propensión a gastar y a vivir de prestado, debe al mundo más de 600 000 millones de dólares.

En 1997, Estados Unidos seguía disfrutando de un periodo –que duraba ya seis años– de sólido crecimiento, empleo vigoroso y baja inflación, que ha disparado el precio de las acciones: en julio el índice Dow Jones superó los 8 000 puntos; por su parte el dólar se cotizaba en agosto al nivel registrado en 1989: 1.88 DM. En opinión de expertos tal situación no puede prolongarse indefinidamente; por ejemplo, para Fred Bergsten, en breve, la realidad de las variables económicas a largo plazo –déficit comercial y fiscal, y deuda– reubicará a la baja a la divisa estadounidense.

Propuestas para reformar el SMI

En la primera parte de este trabajo se vio cómo los desajustes de los tipos de cambio han llevado a un debate respecto a si la reforma del SMI debe concentrarse inicialmente en los tipos de cambio mismos o en la coordinación de las políticas económicas, aunque algunos autores opinan que ambos elementos son inseparables y mutuamente dependientes.¹ Aquí se analizan propuestas concretas por parte de diversos especialistas.

● Zonas meta

Propuestas sobre ZM formuladas en los años ochenta

C. Fred Bergsten sugiere el establecimiento de un sistema de zonas meta (ZM) para las monedas de los principales países industriales, que constituiría un término medio entre la excesiva rigidez de los tipos de cambio fijos y los desajustes endémicos de los tipos de cambio flexibles.²

Observa Bergsten que un sistema de ZM exigiría la aplicación intensiva de medidas de política fiscal que permitieran mantener

¹Véase al respecto C. Fred Bergsten, "Las ventajas de las zonas meta", en *El Sistema Monetario Internacional en los próximos veinticinco años*, Banco de Pagos Internacionales-Fundación Per Jacobsson, Basilea, Suiza, 12 de junio de 1988.

²Esto coincide con una de las peticiones del G-24 en su informe "Funcionamiento y mejora del SMI": "Se requiere de un sistema de tipos de cambio que permita superar las reconocidas rigideces del sistema de paridades y la desestabilizadora incertidumbre que suscitan los tipos de cambio flotantes." También Bergsten, en su alocución con motivo del 40 aniversario del FMI, manifestó: "No se trata tampoco de restar importancia al tipo de cambio...lo que se necesita es un término medio entre una rigidez excesiva y una inestabilidad excesiva y con grandes desajustes." Ambas aseveraciones sugieren el establecimiento de ZM.

el equilibrio interno, ya que la política monetaria se orientaría a los objetivos externos.³

Con las ZM las cotizaciones cambiarias fluctuarían diariamente, pero se limitaría el alcance de semejantes movimientos evitando desalineamientos, esto es, movimientos a largo plazo que perjudicaran al sistema internacional. Los países participantes se pondrían de acuerdo acerca de las posiciones adecuadas en la cuenta corriente de cada uno de los principales países –por ejemplo, un modesto excedente para Japón y déficit para otros países– y entonces decidirían qué tipos de cambio harían falta a fin de lograr esto. Luego establecerían zonas iniciales que oscilarían entre 5 y 10% por encima y por abajo de alguna tasa óptima de intercambio (ajustada continuamente por la inflación). Las zonas serían revisadas con regularidad para tener la certeza de que siguieran reflejando las posiciones competitivas y que tuvieran en cuenta sacudidas de consideración, como grandes cambios en los precios mundiales del petróleo.

Una vez establecidas las zonas, las tasas fluctuarían libremente dentro de ellas sin intervención de las autoridades; pero cuando se aproximaran a los límites de esas zonas, los países se verían presionados para modificar su política económica. Así, mientras el tipo de cambio esté dentro de la banda, la política económica puede dirigirse a objetivos distintos del cambiario. Empero, Bergsten afirma que sería un error implantar un sistema de ZM antes de que el actual desequilibrio monetario haya sido corregido.

Inicialmente las ZM tendrían cierta amplitud, lo cual daría mayor flexibilidad y autonomía a la política monetaria interna. Bergsten hace notar que las zonas no equivaldrían a tipos de cambio fijos; sólo habría similitud entre ambos sistemas cuando los tipos de cambio llegaran a los extremos de las zonas, lo que generalmente no ocurriría si se supone que se cumplen los criterios necesarios para la creación de un sistema eficaz de zonas meta.⁴

³Más adelante, en la propuesta de James M. Boughton, se encontrará el punto de vista contrario: él asigna a la política fiscal la función de mantener el equilibrio externo, en tanto que considera que la política monetaria debe enfocarse al equilibrio interno.

⁴C. Fred Bergsten, trabajo presentado en la Tercera Conferencia en honor de Ernest Sturc, Escuela de Altos Estudios Internacionales de la Universidad John Hopkins, noviembre de 1986.

Para que este sistema funcione bien, los países participantes tendrían que comprometerse a modificar su política económica a fin de proteger las zonas. En el contexto actual, los países se comprometen a celebrar consultas sólo en caso de que los tipos de cambio rebasen determinado nivel, lo cual no confiere mucha credibilidad al mecanismo. En virtud de las ZM, los países se comprometerían a adoptar medidas para que los tipos de cambio no se apartaran de la zona y las autoridades podrían decidir de modo discrecional qué medidas adoptar.

El uso de ZM, además de estabilizar los tipos de cambio, sería un medio mucho más eficaz de coordinación de la política económica que el enfoque basado en indicadores, que Bergsten considera erróneo e innecesario. Para él, la experiencia demuestra que las medidas encaminadas a lograr la coordinación de la política económica sólo han dado resultado cuando se han puesto en práctica mediante el uso del tipo de cambio.

Otro eminente defensor de las ZM es John Williamson, investigador del Instituto de Economía Internacional. Aun reconociendo las deficiencias de la flotación, Williamson no aboga por una vuelta a los tipos fijos.⁵ Indica que la flexibilidad cambiaria, aunque no ha ejercido la presión necesaria para que los países coordinen sus políticas económicas, desempeña varias funciones importantes:

- hace compatibles tasas de inflación diferentes;
- facilita el ajuste de los pagos al modificar los incentivos de exportación e importación;
- deja libre la política monetaria para buscar objetivos de tasas de interés diferentes a las del resto del mundo, y
- absorbe parte de las presiones especulativas.

Williamson se inclina, al igual que Bergsten, por un sistema de ZM, en el cual un número limitado de países importantes negocie una serie de objetivos mutuamente compatibles para sus tipos de cambio efectivos; así se mantendrían los beneficios reales de la flexibilidad y se subsanarían las deficiencias de la flotación no regulada.

⁵John Williamson, Trabajo presentado en las reuniones de la American Economic Association (AEA), Nueva Orleans, del 28 al 30 de diciembre de 1986.

Elemento clave de la propuesta de Williamson es la fijación de ZM basadas en unos tipos de cambio que se consideren representativos de un equilibrio fundamental. Williamson sugirió que se podría llegar a estos tipos, definidos básicamente como los valores reales que en promedio concilien a mediano plazo el equilibrio interno y el externo, mediante un modelo econométrico adecuado.

Los países participantes tendrían entonces que aplicar políticas macroeconómicas dirigidas a limitar las desviaciones de esos tipos de cambio con respecto a las zonas acordadas, con márgenes de 10% hacia arriba y hacia abajo (20% en total). Para Williamson, las ZM deben hacerse públicas y debe permitirse incluso la intervención para desalentar la tendencia del tipo de cambio a salirse de su ZM. Así, este sistema sería una forma de *flotación administrada*.

Según Williamson, el principal instrumento a utilizarse sería la política monetaria; no obstante, si las modificaciones necesarias de esa política constituyeran una amenaza al equilibrio interno, sería necesario efectuar un ajuste compensatorio de la política fiscal. Williamson sostiene que el propósito de las ZM es inducir a los países a aplicar políticas más estables y en virtud de ellas, facilitar la existencia de tipos de cambio igualmente estables. Por tanto, no hay contradicción entre las ZM y la coordinación de las políticas macroeconómicas. Este autor resume así su propuesta:⁶

- La política macroeconómica puede tener una gran influencia en el tipo de cambio.
- El tipo de cambio debe ser un objetivo de la política macroeconómica.
- Se debe permitir que el tipo de cambio fluctúe dentro de amplios márgenes alrededor de la meta establecida.
- Las metas fijadas se deben referir al tipo de cambio real, no al *nominal*.

Con respecto al control del tipo de cambio, Williamson señala que varias medidas adoptadas con el fin de afectar el tipo de cam-

⁶John Williamson, "The Case for Roughly Stabilizing the Real Value of the Dollar", trabajo presentado en las reuniones anuales de la Allied Social Science Association (ASSA), Nueva York, del 28 al 30 de diciembre de 1988.

bio, entre otras, el Acuerdo del Hotel Plaza (septiembre de 1985), el Acuerdo del Louvre (febrero de 1987) y las medidas aplicadas por los bancos centrales del G-7, indican que la intervención vinculada a la esterilización monetaria y a la persuasión pueden producir un efecto importante en el tipo de cambio, que no necesariamente se limita al corto plazo.

Williamson recomienda tratar al tipo de cambio como un objetivo en sí mismo y no como una variable residual, no tanto por los efectos de inestabilidad, sino por el costo que implica la reordenación incorrecta de las monedas. Por esa razón, es fundamental fijar como meta de la política, el tipo de cambio real y no el nominal.

El mismo autor hace ver la conveniencia de dejar márgenes amplios alrededor de la meta establecida para que pueda fluctuar el tipo de cambio. Esto por tres razones:

1. Para permitir que las políticas monetarias nacionales se puedan desviar de la norma mundial con fines anticíclicos.
2. Para permitir la variación del tipo de cambio meta, en función de las diferencias en la inflación y para fomentar el ajuste de los pagos frente a las perturbaciones externas.
3. Para introducir el elemento de la incertidumbre al determinar el nivel adecuado de la meta cambiaria.

Ronald I. McKinnon, profesor de Economía de la Universidad de Stanford, considera que es necesario entablar negociaciones internacionales más sistemáticas con el fin de estabilizar los tipos de cambio y los niveles de precios internos.⁷ Al efecto, este especialista formula las siguientes recomendaciones:

—El Bundesbank, como representante de la Unión Europea (Comunidad Económica Europea al formular la propuesta), el Banco de Japón y el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, deben establecer ZM. Al principio, los márgenes deben ser

⁷Ronald I. McKinnon, Conferencia sobre la banca internacional, Universidad Pace, Nueva York, 27 de marzo de 1986.

amplios (10%), pero luego al intensificarse la coordinación monetaria internacional, los márgenes se estrecharían.

–Los países de “moneda fuerte” deben acordar ajustes monetarios mutuos y simétricos a fin de alcanzar esas metas.

–Estos países deben procurar que el crecimiento de la oferta monetaria alcance tasas “normales” a fin de estabilizar el nivel común de los precios de los bienes que se comercian internacionalmente.

Yusuke Kashiwagi opina que la creación de ZM podría ser un paso en la dirección acertada.⁸ Se manifiesta asimismo en favor de la coordinación internacional, al considerar que lo único que se puede hacer para tratar de controlar la inestabilidad de los tipos de cambio es evitar que cada país persiga unilateralmente sus propios objetivos. A este respecto, señala que la actual integración mundial de las finanzas podría desempeñar un papel clave en el fomento de un SMI estable.

El utilizar ZM sería útil aunque sólo fuera por el simple hecho de que el rebasarlas sería una llamada de atención sobre la necesidad de realizar consultas internacionales en materia de política macroeconómica. Sin embargo, los numerosos opositores de las ZM formulan diversas interrogantes, básicamente plantean si en el futuro los gobiernos estarían dispuestos a sacrificar sus objetivos nacionales con tal de preservar las metas relativas al tipo de cambio.

Las zonas meta en el cincuentenario del FMI

Después de años durante los cuales pudo pensarse que habían caído en el olvido las diferentes propuestas de reforma al SMI basadas en las ZM, éstas recibieron un fuerte impulso a partir del establecimiento de la *Comisión sobre el futuro de las instituciones de Bretton Woods*, creada con motivo del cincuentenario de dichas organizaciones.

⁸Yusuke Kashiwagi, *La nueva dimensión mundial de las finanzas*, 23 Conferencia Per Jacobsson, Washington, 28 de septiembre de 1986.

Integraron tal Comisión cincuenta personalidades, entre banqueros internacionales, ex funcionarios financieros de alto rango y expertos en cuestiones monetarias encabezados por Paul Volcker, ex presidente del Fed y Karl Otto Pöhl ex presidente del Bundesbank. Las propuestas elaboradas por la mencionada Comisión se hicieron públicas en el informe *Bretton Woods: mirando al futuro*, el cual fue analizado durante la reunión celebrada en Washington del 20 al 22 de julio de 1994, justo cuando se cumplían 50 años de la reunión original de Bretton Woods.

Desde tiempo atrás, en vista de la inestabilidad creciente en los mercados cambiarios y financieros, Japón, Estados Unidos y la Unión Europea, supuestamente pretenden implantar una amplia reforma del sistema monetario y financiero internacional que incluiría una reorganización del Fondo y del Banco, ineludible ante el entorno internacional del todo diferente al que dio lugar a su creación hace ya más de 50 años. Los objetivos centrales serían adaptarse a los nuevos desafíos surgidos tras el fin de la guerra fría, dar una mayor estabilidad a la economía mundial y por ende reducir la volatilidad en las relaciones entre las principales divisas (dólar, yen y marco alemán).

Una de las posibles reformas consiste precisamente en la introducción de zonas meta entre las tres divisas principales, para recuperar parte de la disciplina existente bajo los acuerdos de Bretton Woods; las ZM podrían establecerse y ajustarse bajo la supervisión del FMI. Al efecto la mencionada Comisión:

- Considera que la cooperación económica multilateral es vital para la futura prosperidad;
- recomienda una reforma de los acuerdos monetarios internacionales y por consiguiente del FMI, y
- pide una reorientación de la asistencia al desarrollo y de las actividades del grupo del Banco Mundial.

Asimismo, la Comisión propone un enfoque gradual para la reforma:

Los países deben mejorar sus políticas económicas internas, principalmente mediante la reducción de los déficit presupuestarios, de

manera que la política fiscal pueda una vez más convertirse en una herramienta para estimular o desacelerar la economía. Con esto se da cabida a los señalamientos hechos por varios expertos contrarios a las ZM, en el sentido de que para hacer realidad el "sueño de la unidad monetaria" se necesita una mayor estabilidad en los mercados cambiarios que sólo puede alcanzarse si los principales agentes aplican políticas macroeconómicas más estables.

Los países del G-7 deben luchar en pro de una convergencia de política económica. Después de ello, el G-7 "deberá adoptar un sistema más formal para el manejo de los tipos de cambio, en el que las monedas puedan fluctuar dentro de bandas que permitan cierta flexibilidad, pero que limiten la volatilidad excesiva".

La Comisión sostiene que el mundo ha pagado un alto precio por la falta de disciplina:

Desde principios de los años setenta, el crecimiento a largo plazo en los principales países industriales se ha visto reducido de 5 a 2.5% anual. La pérdida de la disciplina cambiaria es en parte responsable de esto. Tipos de cambio fluctuantes reducen el crecimiento al crear incertidumbre, estimular la especulación monetaria, asignar recursos ineficientemente y fomentar el proteccionismo. Los tipos de cambio flotantes dan a los países la libertad de establecer políticas económicas irresponsables; un ejemplo es Estados Unidos que desde los años ochenta ha incurrido en grandes déficit presupuestarios, gracias al capital extranjero que ingresa a Estados Unidos, sin preocuparse por las implicaciones para el dólar y para el resto del mundo.⁹

El sistema "tendrá que definir las obligaciones del gobierno cuando los tipos de cambio amenacen con romper los límites" de las zonas meta y determinará cómo ajustarse a ellas cuando sea necesario. El FMI "deberá tener un papel central en la coordinación de las políticas económicas y en el desarrollo e implantación de las reformas monetarias".

⁹ Boletín del FMI, vol. 23, núm. 16, Washington, 15 de agosto de 1994, p. 249.

El principal obstáculo para un SMI más estable es que el plan de la Comisión requeriría que los países cedieran parte de su soberanía económica y que le dieran prioridad a las consideraciones internacionales por encima de las preocupaciones internas. Esto por ejemplo, obligaría a Estados Unidos a reducir su déficit presupuestario y a Japón a estimular su economía, incluso contra la voluntad de los habitantes de esos países.

Y como señaló Gert Heller, Secretario de Estado alemán: los parlamentos nacionales se resistirían a aceptar esto y además hay que tomar en cuenta la independencia cada vez mayor de los bancos centrales y el grado de convergencia política y económica necesaria para coordinar economías con tasas de inflación y de crecimiento dispares y con experiencias distintas en materia de empleo. En igual sentido se pronuncia Richard Cooper de la Universidad de Harvard:¹⁰ difícilmente los orgullosos parlamentos nacionales y los bancos centrales independientes renunciarían a sus prerrogativas.

Bergsten considera que ninguna intervención concertada de los bancos centrales para estabilizar los tipos de cambio (como las ocurridas frecuentemente en 1994 y 1995 en apoyo del dólar) hubiera sido necesaria, de existir las ZM.

De acuerdo con el plan de Bergsten –expuesto de nuevo en 1994 aunque surgido desde los años ochenta– los ministros de finanzas del G-7 y los gobernadores de sus bancos centrales establecerían las ZM, que podrían moverse 10% en uno y otro sentido. Las zonas serían revisadas con frecuencia para hacer cambios en las tasas nominales bilaterales con objeto de mantener constantes las tasas reales y cambios sustanciales cuando se presentaran choques externos de consideración. Además propone una estructura institucional de tres partes para supervisar las ZM: el G-7, el FMI y las reuniones mensuales entre los banqueros centrales en la sede del Banco de Pagos Internacionales (Basilea, Suiza).¹¹

Bergsten insiste en su propuesta de que el Fondo se convierta en el director de un sistema de ZM *de jure* anunciadas de las princi-

¹⁰ Conferencia organizada por el Instituto de Economía Internacional con motivo del cincuentenario del Fondo y del Banco, Washington, del 19 al 21 de mayo de 1994.

¹¹ *Boletín del FMI, op. cit.*, p. 251.

pales monedas. Enfatiza además que una mejor coordinación de la política económica internacional proporcionaría una mejor coordinación de las políticas internas de cada país.

Proponía iniciar el "nuevo sistema" aproximadamente en los niveles del verano-otoño de 1994, cuando se efectuó la reunión de la Comisión de Bretton Woods, pues existió allí consenso en que los mismos estaban dentro de las bandas adecuadas. La propuesta de Bergsten implica, en cierta forma, globalizar el sistema utilizado en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME). Puede decirse entonces que *pese a los relativos fracasos del SME, las ZM y la coordinación macroeconómica no han sido olvidados, debido a que no se ha podido idear una mejor forma de tratar de estabilizar los mercados de cambio.*

El objetivo de esta propuesta es evitar los grandes desequilibrios en los tipos de cambio; de ninguna manera pretende fijar los tipos de cambio de manera rígida ni utilizarlos como anclas anti-inflacionarias.

De acuerdo con la Comisión de Bretton Woods, son los países industriales los que han de dar los primeros pasos para la creación de un nuevo SMI. Es menester que refuercen sus políticas fiscales y monetarias y que acepten que la política macroeconómica nacional no puede formularse aisladamente; apoyan esta aseveración haciendo notar que *ya no es válida una clara distinción entre la política nacional y la internacional.*

Una vez reforzada la política económica interna, es necesario que los líderes de los distintos países involucrados se pongan de acuerdo en los objetivos de inflación y crecimiento a mediano plazo para lograr la convergencia de las políticas y los resultados económicos esperados. El siguiente paso sería poner en marcha un sistema formal de coordinación y gestión de los tipos de cambio. Un sistema más flexible que el régimen de paridades de Bretton Woods o el MTC del SME, pero menos volátil que el actual régimen de flotación libre; esto es, la adopción de bandas de fluctuación flexibles que permitieran la oscilación de los tipos de cambio sin necesidad de adoptar una política concreta como consecuencia.

Andrew Crockett, del BPI, hace notar que las fluctuaciones de los tipos de cambio obedecen tanto a la falta de coordinación de las

políticas macroeconómicas como a las turbulencias provocadas por los mercados. Por tanto, *la propuesta de la Comisión: ZM y un sistema de coordinación más estructurado*, ayudaría a resolver ambos problemas.

Pero en la misma Conferencia, hubo también opositores a lo que ellos llaman un sistema cambiario de "gestión centralizada"; entre ellos destacan Lawrence Summers, Subsecretario de Asuntos Internacionales del Tesoro estadounidense y ex Economista Principal del Banco Mundial, y Kosuke Nakahira, Viceministro de Hacienda de Japón encargado de asuntos internacionales.

Bergsten no estuvo de acuerdo con una recomendación de la Comisión en el sentido de que para establecer ZM se requiere un alto grado de convergencia económica y un sistema sólido de coordinación de las políticas económicas de los principales países, pues tanto el sistema de Bretton Woods, como el SME funcionaron aceptablemente bien durante varios años sin necesidad de tal convergencia. Además, según Bergsten, desde 1987 los principales países industriales han estado operando, sin decirlo, dentro de un sistema de ZM *de facto*. El MTC del SME es también un sistema de ZM *de facto*. Bergsten sostiene que Estados Unidos ya trata de mantener al dólar dentro de amplias zonas –esto lo dijo en el verano de 1994, poco antes de que se iniciara un gran declive del dólar– y que darlas a conocer explícitamente ayudaría también a promover el comercio mundial, la inversión y la estabilidad.

La intervención coordinada y eficaz para respaldar las monedas y la necesaria flexibilidad para ajustar los tipos de cambio, podría liberar la política fiscal, lo que se traduciría en un manejo más eficiente de la economía nacional. Bergsten señala que el actual SMI, adecuado en su momento, ya no funciona: cualquier SMI que permite tan enormes fluctuaciones, obviamente es un fracaso.

Para Robert Kuttner:

...la solución de la elección entre una moneda que se hunde –como el dólar en 1994 y 1995– o una recuperación abortada, es un SMI diferente, uno que restaure alguna autonomía nacional. Volver aunque sea parcialmente al modelo de Bretton

Woods; ello podría hacerse a través de ZM ajustables, manejo concertado de los tipos de cambio y desaliento al comercio de divisas meramente especulativo.¹²

Por su parte Rudiger Dornbusch, profesor de Economía del Instituto Tecnológico de Massachusets (MIT), aconseja que el Fed anuncie públicamente una meta de inflación en los años por venir (entre 1 y 3%), que el Congreso dirija esa meta y que el Fed aplique firmemente medidas para alcanzarla. Con el tiempo, la meta sería aceptada por los mercados mundiales y desaparecería la preocupación acerca de la inflación y de la habilidad del Fed para contenerla y con ello desaparecería también la principal razón para violentas variaciones cambiarias. El mejor SMI combinaría así las ventajas de la flexibilidad cambiaria con firmes metas sobre la inflación.¹³

En la Conferencia organizada por el Instituto de Economía Internacional, también con motivo del cincuentenario del FMI, John Williamson y C. Randall Henning, miembros de ese Instituto, propusieron que los principales países industriales establezcan una serie de objetivos para la balanza en cuenta corriente, ajustando la política fiscal. Paralelamente recomendaron la creación de ZM para los tipos de cambio entre las principales divisas, indicando que se recurra a la *intervención esterilizada*¹⁴ y a la política monetaria, cuando sea necesario para mantener los tipos de cambio dentro de las zonas.

Otro foro en el que también se analizaron estos temas, y en términos similares, fue la Conferencia patrocinada por el propio Fondo y el Banco para conmemorar sus 50 años. Este evento tuvo lugar en Madrid, el 29 y 30 de septiembre de 1994, en vísperas de la Asamblea Anual de ambas instituciones.

¹²Robert Kuttner, "Economic Viewpoint", en *Business Week*, 1 de agosto de 1994, p. 8.

¹³Rudiger Dornbusch, "Economic Viewpoint", en *Business Week*, 22 de agosto de 1994, p. 10.

¹⁴En la *intervención esterilizada*, el efecto del cambio sobre la emisión de dinero se compensa por medio de operaciones de mercado abierto por parte del banco central. Para apoyar su moneda, el banco central vende divisas extranjeras y compra moneda nacional, pero esteriliza el efecto de contracción en la base monetaria mediante una compra en igual cantidad de bonos gubernamentales.

Allí se trató fundamentalmente del mejoramiento de la coordinación de la política económica de los países industriales y del fortalecimiento de las funciones de supervisión del FMI.

La Conferencia congregó a autoridades financieras, profesores universitarios, expertos de centros de investigación y funcionarios del Fondo y del Banco. Varios participantes se pronunciaron por el fortalecimiento de las funciones del Fondo como supervisor de un sistema más formal de ZM para los tipos de cambio, pero para la gran mayoría el punto de partida para conseguir una mayor estabilidad cambiaria es aplicar en forma sostenida una sólida política macroeconómica y una mayor disciplina fiscal, lo que a su vez hace imperativo que el Fondo supervise las políticas de los principales países industriales.

Camdessus acotó que la supervisión se ha hecho más necesaria con la mundialización, a fin de impedir que se propaguen los efectos secundarios negativos de los errores de política económica que son fundamentalmente los que originan la volatilidad de los tipos de cambio y la inestabilidad en los mercados. La función de tratar de hacer compatibles las políticas económicas de los diferentes países no ha sido desempeñada por el Fondo sino por agrupaciones de países industrializados, en especial el G-7.

Por ello Camdessus desea aumentar las facultades del Fondo para supervisar la economía de todos los países, y sobre todo los tipos de cambio, lograr que el organismo encargado de fortalecer la coordinación internacional de las políticas macroeconómicas sea el Fondo y no el G-7, porque aquél puede integrar las decisiones de los participantes en el régimen de ZM con las del resto de los países. Pero el G-7 –y en especial Estados Unidos, Japón y Alemania– desempeñarían un papel central en la administración del régimen.

Theo Waigel, ministro alemán de finanzas, contrario a las ZM, toma precisamente la experiencia del SME –que otros citan como ejemplo de factibilidad de las ZM– como muestra de que “las tasas estables no pueden ser ordenadas por decreto sino que requieren como condición previa, una política creíble en el frente nacional”.¹⁵

¹⁵XLIX Asamblea Anual del FMI, Madrid, octubre de 1994.

De igual manera, Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank, puso en duda la efectividad de los planes para formalizar la administración mundial de los tipos de cambio, en vista de los problemas suscitados a nivel regional. Una mayor estabilidad cambiaría exige una convergencia de las políticas y de los resultados en los parámetros fundamentales, aunque no siempre basta eso. Acepta la necesidad de una mayor cooperación en un mundo multipolar, pero no la existencia de un banco central mundial o de una moneda común (el DEG, por ejemplo). Para él –y para el gobierno alemán– el Fondo debe limitarse a promover la estabilidad monetaria (condición para que exista la cooperación) y proporcionar financiamiento condicional que actúe como agente catalizador.¹⁶

Stanley Fischer, primer subdirector gerente del FMI, aunque no se opone a las ZM, considera que tal sistema no basta para que los países implanten mejores políticas macroeconómicas; siendo así, sería peligroso establecer un sistema que no pudiera cumplir lo prometido.¹⁷

James A. Baker, ex Secretario del Tesoro estadounidense y Arquitecto de los Acuerdos Plaza y del Louvre,¹⁸ insiste en la necesidad de “acciones complementarias para ayudar a la estabilización de los mercados de divisas. Estados Unidos, Japón y Alemania deben concentrarse de manera más activa en resolver desajustes económicos mediante contactos más intensos y una mejor coordinación de las políticas fiscal y monetaria”.

Opina que se debe realizar un mejor trabajo de coordinación, no sobre los tipos de cambio, sino sobre los fundamentos económicos subyacentes, tal como se hizo en los acuerdos mencionados, pues según expresó: “No pueden mantenerse artificialmente ZM en contra de presiones económicas que tarde o temprano destruirán esas zonas. Lo que sí puede hacerse es reunirse con la frecuencia que sea necesaria para tomar medidas en las que se coordinen los fundamentos económicos.”¹⁹

¹⁶ *Ibidem.*

¹⁷ *Ibidem.*

¹⁸ El Acuerdo Plaza, celebrado entre el G-5, hizo bajar al dólar frente a las principales divisas, cuando se consideraba sobrevaluado en 2.80 DM y 240 yenes. Pasado más de un año, considerando que el dólar había alcanzado una cotización adecuada, el Acuerdo del Louvre detuvo la baja de esa moneda.

¹⁹ Reuniones de primavera del FMI, Washington, abril de 1995.

Esta recomendación es razonable, pero sucede que los ministros de finanzas del G-7 están en contacto permanente y no por ello sus políticas macroeconómicas se coordinan adecuadamente.

Varios expertos coinciden en que un acuerdo como el Plaza no es viable en un clima económico como el que privaba en 1995, puesto que los grandes programas de política coordinada sólo funcionan cuando los países tienen una situación económica común y suficiente prosperidad como para sacrificar algunos de sus objetivos nacionales en aras del bienestar internacional. Japón estaba agobiado por su crisis bancaria y en peligro de una recesión, Estados Unidos buscaba un aterrizaje suave y Europa deseaba estimular una expansión embrionaria. Tal ambiente no era el adecuado para un acuerdo global en apoyo del dólar.

En suma, incluso quienes apoyan la puesta en práctica de un SMI "centralizado", reconocen que el mismo tardará en ser una realidad. Pero sin duda actualmente hay más posibilidades de enfrentar el problema en el nivel mundial mediante una mayor supervisión y una mejor coordinación de la política económica.

El camino que conduce a la adopción de ZM está sembrado de problemas desalentadores: la dificultad para determinar las corrientes de capital y por lo tanto, el tipo de cambio de "equilibrio fundamental"; la limitada eficacia de la intervención por parte de los bancos centrales cuando los flujos de capital son de la actual magnitud; la también muy limitada flexibilidad a corto plazo de la política fiscal como instrumento de estabilización; por último, la incapacidad de los principales países para renunciar al control de la política económica interna y para imponer una mayor disciplina fiscal.

Esos obstáculos no son insuperables, pero eliminarlos requiere de un alto grado de determinación colectiva para mantener un sistema de tipos de cambio vinculados, tomando en cuenta el elevado costo que habría que pagar a corto plazo en términos de crecimiento económico y empleo.

Otras críticas son en el sentido de que nadie puede estar seguro de cuál podría ser el nivel "correcto" para el dólar o cualquier otra divisa. Además, aun cuando los gobiernos de las tres grandes economías pudieran ponerse de acuerdo en las medidas para

mantener a las monedas dentro de sus bandas, las ZM seguirían siendo vulnerables al ataque especulativo, conforme los tipos de cambio se acercaran a sus límites. Los tipos de cambio vinculados pero ajustables tienden a ser inestables: lo ocurrido en el MTC del SME (1992-1993) ilustra la vulnerabilidad de las divisas ante los ataques especulativos, aun cuando los gobiernos afirmen estar plenamente comprometidos con políticas monetarias que sean consistentes con los tipos de cambio.²⁰

● Propuestas basadas en la coordinación

Como una prueba de la necesidad de coordinar la política económica, destacados especialistas han formulado diversas propuestas de reforma al SMI, en las cuales la cooperación económica internacional desempeña un papel relevante.

El prestigiado economista Robert Roosa, propone *un sistema basado en los Derechos Especiales de Giro (DEG) y respaldado por una gran convergencia de la política económica de los cinco países cuyas monedas determinan el valor del DEG*; esto podría ser un buen sucesor del patrón oro-dólar estadounidense. Para Roosa, el proceso de supervisión multilateral mediante indicadores económicos, surgido en la Cumbre de Tokio (1986) y que recibió un respaldo adicional en la Cumbre de Venecia (1987), podría convertirse en un nuevo sistema monetario que sustituya al de Bretton Woods.²¹ Para ello deben darse tres condiciones:

El G-7 tendría que coordinar su política económica mediante los mecanismos en evolución, con lo cual se lograría estabilidad en el centro del sistema monetario. A su vez, al contarse con un DEG relativamente estable, todos los países miembros, mediante la notificación al Fondo del valor de su moneda en DEG, podrían contar con un punto de referencia básico común que reemplazaría al antiguo patrón oro-dólar.

²⁰ *The Economist*, 12 de noviembre de 1995.

²¹ Robert Roosa, trabajo presentado en la Conferencia internacional sobre asuntos monetarios y comerciales, patrocinada por el Global Interdependence Center (GIC), Filadelfia, del 14 al 16 de junio de 1987. Robert Roosa, experto en cuestiones monetarias, fue Subsecretario del Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

A efecto de establecer relaciones cambiarias relativamente confiables con el resto del mundo, cada país determinaría un vínculo teórico de su moneda con el DEG. Las divergencias entre la evolución real del tipo de cambio y ese vínculo teórico, indicarían la necesidad de medidas correctivas.

A medida que otros países fueran adoptando este procedimiento, habría que asegurar la existencia de una gama bastante amplia de tipos de cambio cruzados relativamente estables. Ello permitiría comunicar fácilmente información sobre precios de un país a otro a fin de volver a ampliar la "zona de intercambiabilidad" que estimuló la productiva división internacional del trabajo en el periodo 1945-1970, más próspero que el actual.

Una vez que se haya avanzado lo suficiente como para que el Comité provisional pueda formular recomendaciones concretas, una reunión ulterior del Fondo podría convertirse en una *Conferencia Monetaria Internacional* en la cual todos los países miembros del FMI contribuirían a dar forma a un nuevo y más ordenado SMI.

Esto último coincide con lo planteado en el informe de G-24 *Funcionamiento y mejora del SMI*, en la Declaración de la Cumbre de 1983 y con opiniones de eminentes especialistas como Irving Friedman.

James M. Boughton resalta la necesidad de coordinar la política monetaria y la fiscal, ya que en los últimos años, los desajustes del tipo de cambio están vinculados a desequilibrios muy grandes de la cuenta corriente y sólo coordinando ambas políticas será posible evitar esos desequilibrios. Para ello, Boughton sugiere:

Una política fiscal global para los grandes países industriales y una política monetaria basada en la necesidad de mantener el crecimiento de la demanda interna dentro de un índice razonable.

Así se podría determinar qué país debería tener, por ejemplo, mayor o menor expansión monetaria y cuáles requerirían un grado mayor o menor de expansión fiscal.

La política fiscal se centraría en la cuenta corriente, de tal modo que si un país se encontrara con un déficit excesivo en su balanza externa, indicaría que probablemente había registrado también un

déficit exagerado en su balanza fiscal y por tanto debería ajustar su política tributaria. Por su parte, la política monetaria se orientaría a satisfacer la necesidad de mantener el crecimiento del ingreso dentro de un nivel aceptable.

Boughton sostiene que con vistas a alcanzar el equilibrio, la política macroeconómica en los grandes países industriales debe centrarse más en los desequilibrios en cuenta corriente que en los tipos de cambio, y enfatizar más en la política fiscal que en la monetaria. La continua relación entre el nivel del tipo de cambio y el nivel de la balanza en cuenta corriente depende mucho de la combinación de políticas seguidas en cada país; sólo en circunstancias en las cuales cada país fuera capaz de mantener el equilibrio interno, podría el tipo de cambio servir como una guía confiable (al lado de consideraciones dinámicas) en la búsqueda del equilibrio externo.²²

Al igual que otros autores, insiste en que la política macroeconómica no debe identificarse solamente con el tipo de cambio sino que debe incorporar otras preocupaciones que también son fundamentales. Los objetivos internacionales de la política macroeconómica dependen, entre otras cosas, del régimen cambiario. Bajo un régimen de flotación pura, un objetivo importante para los países es cooperar de manera de evitar políticas que "fastidien al vecino", esto es, que un país pretenda obtener una ventaja competitiva alentando a los mercados por medio de la depreciación de su moneda, o exportando su inflación mediante la apreciación de la divisa.

El mantener el tipo de cambio dentro de bandas establecidas (ZM), no puede ser el objetivo principal, pues el manejo de los tipos de cambio no asegura el bienestar general, por lo que junto con la estabilidad cambiaria, los países desean promover otros objetivos económicos, con el fin de evitar grandes desequilibrios en cuenta corriente.

²²James M. Boughton, "Policy Assignment with Somewhat Flexible Exchange Rates", en *Functioning...*, op. cit., pp. 466-490, y Boughton, "La era de los tipos de cambio «algo flexibles»", en *Perspectivas Económicas*, revista trimestral de la economía mundial, núm. 62, 1988/I, pp. 25-30.

Una estrategia que asigne a la política fiscal la tarea de limitar los cambios en la cuenta corriente, mientras al tipo de cambio no se le establece una meta directamente, es, en opinión de Boughton y otros especialistas, la mejor opción para obtener efectos favorables en ambas variables.

Boughton parte del supuesto de que el objetivo de la política internacional es asegurar tanto la estabilidad en los tipos de cambio como el equilibrio en cuenta corriente. Como estos objetivos deben ser consistentes en todos los países, su logro requiere de la cooperación o de la coordinación de las políticas económicas. Sin embargo, es difícil perseguir a la vez objetivos cambiarios y en cuenta corriente por la escasez de instrumentos disponibles. Por ello, los países se enfocan al tipo de cambio, con la esperanza de lograr sus objetivos en su cuenta corriente, o se concentran en la cuenta corriente, con la esperanza de reducir la volatilidad del tipo de cambio.

Está demostrado que el ajuste cambiario no es condición suficiente para el ajuste en cuenta corriente, porque la relación entre los dos depende en mucho de la elección de políticas para inducir modificaciones en el tipo de cambio. En contraste, las políticas para limitar los desequilibrios en cuenta corriente reducirán la volatilidad cambiaria en la medida en que limiten los cambios en la combinación de las políticas monetaria y fiscal. La cuestión empírica es esencialmente si los movimientos en el tipo de cambio surgen principalmente por cambios en la política económica o por cambios especulativos independientes de parte de los inversionistas privados.

Haciendo una simplificación, Boughton establece que el equilibrio en cuenta corriente debe ser tomado como un objetivo externo y el tipo de cambio como una meta o un indicador intermedio.

El equilibrio en cuenta corriente es simplemente el reflejo del equilibrio entre el ahorro nacional y la inversión nacional y el tipo de cambio real es un precio relativo determinado libremente por medio de las transacciones de mercado; ambos representan el resultado endógeno de decisiones supuestamente racionales.

Por otra parte, el equilibrio ahorro-inversión se determina, al menos parcialmente, por las decisiones gubernamentales sobre

política económica. Las modificaciones en los tipos de cambio reales pueden ser determinadas en gran parte por presiones especulativas en los mercados financieros que dan lugar a cambios en la distribución sectorial de la riqueza; tales cambios también son una preocupación legítima de la política macroeconómica.

El objetivo externo de las políticas macroeconómicas está representado por la cuenta corriente, en el supuesto de que evitar excesivos desequilibrios en cuenta corriente ayuda también a la estabilidad cambiaria. Esta hipótesis no excluye la posibilidad de que los tipos de cambio jueguen un papel útil como una meta intermedia.

Resulta entonces que según Boughton, la política monetaria –que durante mucho tiempo se ha considerado la elección natural para enfrentar problemas de equilibrio externo– tiene un efecto relativamente débil sobre las balanzas en cuenta corriente.

La literatura económica ha puesto énfasis en la estabilidad cambiaria como la clave del equilibrio externo, lo cual, aunado al reconocimiento de que la política monetaria tiene un papel dominante que desempeñar en la determinación de los tipos de cambio, ha contribuido a la idea de que la política monetaria debe encargarse de mantener el equilibrio externo.

Helkie y Hooper, citados por Boughton, al resumir los resultados de una comparación de las características de nueve modelos econométricos, concluyen que: “un promedio de los resultados de la simulación, sugirió que un cambio en el crecimiento de la oferta monetaria en Estados Unidos afectaría de manera significativa las tasas de interés reales pero tendría un efecto apenas perceptible sobre la cuenta corriente”.²³

La razón es que la expansión monetaria fortalece la cuenta corriente al depreciar el tipo de cambio real, pero la debilita al estimular la demanda interna y en consecuencia la demanda por importaciones.

La coordinación de la política monetaria no es necesaria ni suficiente para alcanzar las metas; sin embargo, la coordinación de la política fiscal es necesaria y –si la política monetaria se enfoca correc-

²³ *Ibidem.*

tamente al equilibrio interno— también suficiente. Boughton advierte que la política fiscal no puede ser un instrumento efectivo para hacer ajustes de política a corto plazo. A los países les es difícil ponerse de acuerdo en instrumentar los cambios fiscales rápidamente; por lo que respecta a las decisiones presupuestarias también es importante fijar metas a mediano plazo.

Si la coordinación tendiera principalmente a la estabilización cambiaria, las rigideces de las políticas fiscales serían fatales. En cambio, el objetivo de limitar los desequilibrios en cuenta corriente, es una meta a plazo medio más consistente en su dimensión temporal con el instrumento fiscal. En otras palabras, la cooperación podría buscarse, no para intentar afinar el presupuesto de cada país para propósitos externos, sino para limitar cualquier cambio presupuestario que podría provocar conflictos entre los países.

Así pues, la evidencia empírica sugiere que la política monetaria tiene poco efecto sobre el equilibrio externo.

Para superar estas limitaciones, Boughton sugiere un modelo factible de cooperación a plazo medio en materia de política económica, basado en:

Acuerdos entre los países sobre un rango adecuado para las tasas de interés reales y sobre una postura fiscal de plazo medio (dos o tres años, que sería consistente con ese nivel de la tasa). Este paso inicial pretendería limitar los conflictos de política concernientes a los niveles en las tasas de interés; con tal propósito se requeriría de la política fiscal más que de la monetaria, para que hubiera compatibilidad con otros objetivos de política económica.

Limitar las diferencias entre las posturas fiscales nacionales, a fin de mantener el equilibrio externo. El acuerdo podría buscarse sobre objetivos al menos generales para la balanza en cuenta corriente y sobre las posiciones relativas de la política fiscal que serían consistentes con las balanzas a plazo medio. Este segundo paso limitaría los conflictos sobre lo que es aceptable en términos del equilibrio externo; la política monetaria no puede ser usada con este propósito.

Uso de la política monetaria independiente por parte de cada país, en la persecución del equilibrio interno. De este modo al permitir que los tipos de cambio flotaran libremente, al tiempo que se limita-

ran los desequilibrios en cuenta corriente mediante acuerdos fiscales de plazo medio, los países podrían simultáneamente mantener la independencia en la persecución de sus propios intereses nacionales, contribuyendo al mismo tiempo indirectamente a la estabilidad cambiaria.

También es digna de mención la propuesta colectiva formulada por Lawrence Klein, Premio Nobel y profesor de Economía de la Universidad de Pensilvania; Gilbert Heebner, profesor de Economía del Eastern College (Pensilvania) y Robert Solomon, investigador principal de la Brookings Institution, Washington.²⁴

Esta propuesta coincide con Boughton y otros autores en cuanto a la importancia primordial que conceden a la coordinación de la política fiscal. Su plan señala los siguientes pasos para llevar a cabo la reforma del SMI:

Los países deben comunicarse mutuamente los planes de política económica y tomar en cuenta las intenciones de cada uno.

Un grupo de países debe actuar como coordinador y hacer proyecciones sobre variables económicas fundamentales. Este grupo debe ser lo suficientemente pequeño para que sea manejable, pero lo suficientemente grande para que sea eficaz. Podría limitarse al principio a los siete países industriales más importantes.

Debe introducirse en el sistema un mecanismo que permita que los países ejerzan presión unos sobre otros.

En los acuerdos debe tenerse en cuenta que, aunque al formular la política económica las consideraciones de carácter interno predominarán inevitablemente, si son incompatibles con las de carácter internacional, estas últimas deben ser tomadas en cuenta antes de que se determine definitivamente dicha política.

Según Klein, las políticas macroeconómicas divergentes, son la causa principal del desequilibrio externo entre Estados Unidos, por una parte, y la RFA y Japón, por la otra. En particular, señala las

²⁴Propuesta presentada en nombre del Global Interdependence Center (GIC), IX Conferencia Internacional sobre Asuntos Monetarios y Comerciales, Filadelfia, del 4 al 6 de diciembre de 1988.

asimetrías de la política presupuestaria de los tres principales países; Japón y la RFA (esta última hasta la reunificación) han recortado sus déficit presupuestarios, en tanto que Estados Unidos hasta muy recientemente ha conseguido algo al respecto. La desigualdad fiscal resultante ha contribuido a aumentar el diferencial entre las tasas de interés. Como consecuencia, aumentaron los desequilibrios externos.

En suma, la experiencia de los años ochenta demuestra la importancia que tiene la política fiscal en relación con los desequilibrios externos. En la coordinación de las medidas dirigidas a reducir los desequilibrios externos, debe asignarse un papel importante tanto a la política fiscal como a la monetaria. Sostiene Klein que, aunque la política monetaria es flexible en cuanto que los bancos centrales pueden reaccionar con rapidez frente a las fluctuaciones económicas, la política fiscal debe también ser más adaptable. Recomienda que una organización internacional responsable, quizá el FMI, convoque a una conferencia de los países principales para crear un mecanismo que les permita formular una política fiscal con mayor prontitud.

El especialista ya citado en este trabajo, John Williamson, investigador principal del Instituto de Economía Internacional, está de acuerdo con la propuesta anterior, en cuanto a que la política fiscal debe ser más dinámica y flexible y tener un papel central en la coordinación de la política económica. Pero esto no basta para alcanzar una verdadera reforma del sistema. Es necesario también que los países lleguen a un acuerdo sobre un marco amplio dentro del cual orientar la política macroeconómica.

Williamson sugirió que un marco adecuado de política macroeconómica podría basarse en los siguientes aspectos: Evitar el desajuste de los tipos de cambio, lo que significa que las variaciones del tipo de cambio real reflejen las variaciones de la competitividad; fomentar un crecimiento continuo de la demanda nominal y fijar una meta a mediano plazo para la balanza de pagos, basada en una situación viable de la balanza en cuenta corriente.

Estos puntos indican que la política macroeconómica debe ser determinada por una tasa de crecimiento de la demanda nominal, un conjunto de metas para el tipo de cambio y un conjunto de

tasas de interés que logren alcanzar dichas metas. Williamson concluye haciendo hincapié en que en este marco, la coordinación no es algo postizo, sino integral, y que si se está en favor de los principios básicos de este marco, automáticamente se está en favor de la coordinación.²⁵

● Otros planes de reforma

Irving Friedman sostiene que en vista de la necesidad de reexaminar a fondo todo el sistema financiero internacional y de redefinir las funciones de sus principales instituciones, se hace imperativo convocar a una conferencia como la de Bretton Woods.²⁶

Este autor opina que los temas a tratar en tal reunión, con vistas a reforzar el sistema monetario y financiero internacional serían:

1. *Crear un patrón de tipo de cambio que sea realista, equitativo y generalmente estable.* Debe ponerse fin a las incertidumbres creadas por la volatilidad de los tipos de cambio, que desde principios de los años setenta, cuando fue adoptado el sistema de tipos de cambio flotantes, ha caracterizado en forma creciente al SMI. Esto no significa reemplazar el actual sistema por uno caracterizado por la rigidez.

2. *Proveer de mayor liquidez a los países subdesarrollados.*

3. *Reexaminar los movimientos internacionales de capital, que han llegado a dominar los mercados de divisas y con ello han sido un importante elemento perturbador.* Al respecto cabe considerar la posibilidad de establecer un código de conducta internacional que regule –no que impida– los movimientos de capital; sería preciso también determinar qué institución administraría ese código.

Richard N. Cooper, profesor de Economía Internacional de la Universidad de Harvard, ha dado a conocer su propuesta en diversos foros; al igual que otros especialistas, insiste en que *la gran inestabilidad monetaria y cambiaria* observada desde principios de los años setenta, *obedece en gran medida a factores ajenos al sistema*

²⁵John Williamson, propuesta presentada en la IX GIC.

²⁶Irving Friedman, *Toward World Prosperity*, Lexington Books, D.C. Heath and Co., Lexington, 1987.

monetario. En otra parte de este trabajo se hizo notar que cada uno de los dos grandes aumentos en el precio del petróleo dio lugar a diferentes reacciones en materia de política económica, seguidas por la adopción de medidas antiinflacionarias en los grandes países industriales: contracción fiscal en Europa y Japón, contracción monetaria seguida de una gran expansión fiscal en Estados Unidos. Estas reacciones provocaron a su vez un aumento en las tasas de interés y en el tipo de cambio del dólar.

Cooper afirma que, en términos generales, el sistema cambiario ha servido para moderar las presiones a que se ha visto sometido el SMI desde 1978. Sin embargo, el sistema actual es insostenible porque:²⁷

a) *Las fluctuaciones cambiarias se han vuelto cada vez más imprevisibles, debido en gran medida a factores ajenos a la evolución del comercio de mercancías.*

b) *La creciente importancia internacional del dólar coincide con la decreciente importancia relativa de Estados Unidos en la economía internacional.* Esto implica una mayor tensión que tiene su origen en la obligación de los encargados de elaborar la política económica estadounidense de tener en cuenta las consecuencias internacionales de las medidas económicas internas.

Cooper sostiene que la idea de fijar ZM para la fluctuación de los tipos de cambio no dará resultado porque resolvería sólo parte del problema. Para él, la mejor manera de hacer frente al problema de la evolución imprevisible de los tipos de cambio es adoptar una moneda internacional única, con lo cual se eliminarían los tipos de cambio y la incertidumbre cambiaria. Esto podría ponerse en práctica estableciendo la moneda única primeramente en los grandes países industriales. Dado que una moneda única exige una política monetaria única, podría establecerse un Banco Central Internacional (BCI) similar al Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, cuya política podría ser determinada por represen-

²⁷ Richard N. Cooper, propuesta presentada en la Conferencia patrocinada por la Universidad Pace, Nueva York, 27 de marzo de 1986, y en la Conferencia Monetaria Anual del Instituto Cato, Washington, febrero de 1988.

tantes de los grandes países industriales. Los votos se ponderarían según la magnitud de la economía de cada uno de los países participantes o conforme a algún otro criterio. El BCI:

No financiaría los déficit fiscales; éstos tendrían que financiarse en los mercados de capital.

Tendría "ventanilla" de redescuento para otorgar crédito a los países en dificultades y realizaría operaciones de mercado abierto.

Podría basar su política en una cesta de monedas, promedios ponderados de índices de precios al mayoreo o algún otro criterio, o podría arreglárselas "en medio de la confusión", como lo hace el Sistema de la Reserva Federal.

Al respecto, cabe recordar las dificultades que está atravesando la Unión Europea en aras de llegar a tener una moneda común y un banco central único. ¡Cuánto mayores serían los problemas para llegar a crear una moneda internacional y un banco central internacional!

Robert Triffin, profesor de Economía de la Universidad Católica de Lovaina, llama la atención de modo muy enfático sobre la urgente necesidad de reformas monetarias, tomando en cuenta las sucesivas apreciaciones y depreciaciones del dólar estadounidense en los últimos años.²⁸

El mencionado especialista señala que el carácter insostenible de las grandes corrientes de capital del exterior –procedentes en buena medida de naciones subdesarrolladas– que fluyen a Estados Unidos y sirven para financiar su déficit en cuenta corriente, debe dar nuevo ímpetu a la campaña en favor de una reforma monetaria. Ésta se ha visto refrenada porque los responsables de la política económica estadounidense se muestran reacios a abandonar la práctica de financiar la mayor parte del déficit de su nación mediante la aceptación del dólar como la unidad internacional de pago de los bancos centrales, la banca comercial y otros grandes inversionistas internacionales.

²⁸ Conferencias sobre Banca Internacional patrocinadas por la Universidad Pace, Nueva York, 27 de marzo de 1986 y 31 de marzo de 1988.

Triffin no duda en afirmar de manera tajante, que *los países que han transferido voluntariamente su capital a Estados Unidos, son los principales culpables del bloqueo a los proyectos de reforma monetaria.*

Asimismo, menciona los campos en los que a su juicio deben introducirse reformas:

a) *Creación de reservas internacionales e inversión.* El hecho de que el SMI dependa excesivamente de los activos en divisas como principal instrumento de reserva, tiene considerables repercusiones inflacionarias y beneficia principalmente a los países cuyas monedas constituyen reservas, es decir, los que menos necesitan capital externo para su desarrollo económico. El remedio consiste en sustituir las reservas en divisas y en oro por tenencias de DEG combinadas con posiciones de reserva en el FMI. Esto permitiría al Fondo controlar el aumento global de las reservas mundiales, vinculando quizá la tasa de aumento de las mismas a una tasa de crecimiento del comercio y la producción mundiales, no inflacionaria y determinada internacionalmente. Según Triffin, las monedas nacionales que se utilizan como monedas de reserva serían convertidas en depósitos de reservas internacionales y mantenidas por el Fondo como bonos sin plazo de vencimiento determinado, que los países deudores rembolsarían voluntariamente o a solicitud del Fondo, pero exclusivamente para liquidar futuros superávits de balanza de pagos. El confiar las reservas internacionales al FMI permitiría también, sostiene Triffin, que la institución destinara su potencial de crédito a objetivos prioritarios convenidos internacionalmente así como a donaciones.

b) *Tipos de cambio competitivos.* Según Triffin, la meta de la política cambiaria debe ser estabilizar a un nivel competitivo los tipos de cambio reales de las principales monedas internacionales. Sólo debería procurarse estabilizar los tipos de cambio nominales si los grandes países logran armonizar sus políticas económicas. La falta de armonización de políticas podría compensarse mediante reordenaciones periódicas de los tipos de cambio.

La propuesta de Warren L. Coats, por su parte, se basa en la importancia de una unidad de cuenta para reducir los costos de las

transacciones y de la información. Al efecto sugiere hacer del DEG esa unidad de cuenta con un valor real constante y de aceptación generalizada,²⁹ considerando que:

1. Por siglos ha sido una preocupación cómo asegurar el valor del dinero.

2. La evolución de los arreglos monetarios ha permitido reducir los costos y los riesgos de las transacciones comerciales.

3. La importancia de un medio de cambio para reducir la necesidad de transacciones y satisfacer una doble coincidencia de deseos, se comprende perfectamente. Sin embargo, suele pasarse por alto la importancia de la unidad de cuenta para disminuir el costo del comercio.

La coordinación de la actividad económica (cotizar, contratar, contabilizar y hacer cálculos costo/beneficio) se ve más limitada por la falta de una unidad de cuenta común que por la ausencia de un medio de cambio común. Una unidad de cuenta definida independientemente, abre el camino al establecimiento de un patrón de valor con poder de compra relativamente constante.

Durante mucho tiempo, la unidad de cuenta fue el oro, pero dejó de serlo por su fluctuante valor y por lo costoso que resultaba redimir dinero por metal. Una canasta de valuación del DEG conseguiría el propósito de dar un valor constante.

Definir la unidad de cuenta de manera de hacer su valor real tan constante como sea posible tiene importantes implicaciones para la eficiencia y buen funcionamiento del SMI. El valor de la unidad de cuenta no debe ser esclavo de la política monetaria. Para ser aceptado, un sistema monetario debe vincular su unidad de cuenta y su medio de cambio en forma tal que sus valores se equiparen.

La distinción entre la unidad de cuenta estadounidense y su medio de cambio fue clara cuando los billetes eran redimibles por una cantidad de oro o de plata. Entonces un billete de dólar era un medio de cambio y la cantidad indicada de metal por la cual era redimible, constituía la unidad de cuenta.

²⁹Warren L. Coats, Jr., "In Search of a Monetary Anchor?", en *Functioning...*, op. cit., pp. 851-876.

El propósito del dinero es reducir el costo del comercio, y evidentemente se requieren menos cálculos cuando los precios están establecidos como cantidades de los activos que serán aceptados a cambio.

En su estudio, Coats pretende establecer qué mantiene el valor de una unidad del medio de cambio aceptablemente cerca del valor de la unidad de cuenta, reservándose la independencia de ésta. Así es como funciona la redención indirecta.

Coats propone negar al Estado su monopolio de emisión monetaria para fortalecer las perspectivas de redimibilidad, al reducir el incentivo del gobierno a suspenderla. Una unidad de cuenta definida independientemente, puede establecerse con los actuales sistemas controlados por el banco central, en la medida en que éste esté preparado para "jugar las reglas", ajustando pasivamente la oferta de dinero a las demandas del público.

Sin embargo, el esquema puede ser estimulado y su estabilidad fortalecida, remplazando al banco central por bancos privados competitivos con libertad para emitir billetes convertibles. El papel del Estado se limitaría a definir la unidad de cuenta oficial y a requerir la convertibilidad de los billetes bancarios por sus emisores. Tales billetes serían redimibles de acuerdo con las reglas de convertibilidad.

El uso simultáneo de muchas monedas (medios de cambio) no implica altos costos de transacción cuando esas monedas están denominadas en la misma unidad de cuenta.

Aunque los miembros del FMI crearon el DEG para complementar los activos de reserva existentes, Coats aconseja prepararlo para que asuma el papel de una unidad de cuenta con valor real constante, en espera de que sea adoptada por los países con sistemas monetarios inestables. Su valor está ya definido independientemente, sobre la base de un acuerdo colectivo y se usa para denominar una serie de obligaciones internacionales y de instrumentos financieros.

Como las tasas de inflación de las cinco monedas que componen la canasta de valuación del DEG generalmente han sido más bajas que en los restantes países, el valor real del DEG ha sido relativamente estable. Esto ha facilitado a los bancos comerciales el crear derechos especiales de giros privados sobre demanda, sin riesgo cambiario.

No obstante, el poder de compra del DEG no es constante, pues la inflación en los países que emiten sus monedas componentes, aunque es relativamente baja, existe; por esta razón, su adopción como una unidad de cuenta ha sido muy limitada, al igual que la demanda por instrumentos denominados en derechos especiales de giros.

Si el DEG tuviera un valor más estable, Coats juzga que sería adoptado más ampliamente en el nivel internacional para denominar obligaciones. Un DEG con un valor real constante proporcionaría al mundo una unidad de cuenta muy diferente de cualquier otra y tendría consecuencias favorables: tendería a aumentar el comercio internacional y a mejorar la eficiencia de la asignación internacional de los recursos.

La Comisión de las Naciones Unidas sobre Legislación del Comercio Internacional, en su búsqueda de *una unidad universal de valor constante que sirviera como punto de referencia en las convenciones internacionales, para expresar cantidades en términos monetarios*, concluyó que el enfoque más deseable sería combinar el uso del DEG con un índice que mantuviera a través del tiempo el poder de compra de la unidad resultante. Con este propósito, varios miembros del personal del Fondo propusieron ajustar las cantidades de la moneda en la canasta de valuación del DEG a fin de contrarrestar el efecto de los cambios en los índices de precios al consumidor, de los cinco países cuyas monedas están en la canasta de valuación mencionada.³⁰

Otro enfoque es el de basar el valor del DEG en una canasta de bienes representativa. Afirma Coats que cualquiera de estas dos formas podría ser aceptada por los miembros del Fondo bajo el actual Convenio.

Es preciso reconocer que en la práctica, establecer un DEG con valor real más constante traería consigo dificultades de carácter técnico. El requisito central es que la canasta de valuación pueda valuarse continuamente, esto es, los precios de mercado de los componentes de la canasta deben ser bien definidos y conocidos.

La adopción y difusión de una unidad con valor real constante, requerirá su adopción deliberada inicial por un país importante o

³⁰ *Ibidem*, p. 870.

por una organización internacional como el FMI. Los países que lo adoptaran (o que vincularan sus monedas a él), constituirían un *club con cero inflación*.³¹

El ajuste en la valuación del DEG contribuiría a la eficiencia del comercio internacional, a la celebración de contratos y a los pagos. Si el DEG pudiera usarse para denominar obligaciones internas y si los activos denominados en DEG se usarán para saldarlas, habría más certidumbre en las relaciones económicas internacionales.

Robert A. Mundell, de la Universidad de Columbia y presidente de la North American Economics and Finance Association establece, como la mayoría de sus colegas, que los actuales problemas experimentados por el SMI obedecen a "una serie de errores" cometidos por las autoridades desde 1968 y que se prolongaron en la década de los setenta, al eliminar gradualmente el sistema de tipos de cambio fijos, que hacía las veces de "dinero internacional" o moneda mundial: "El error típico de los políticos fue abandonar los planes de reforma monetaria internacional en 1973 a raíz de la inflación, siendo que ésta es una de las razones que hacen necesario el dinero internacional."³²

Según Mundell, el problema de los tipos de cambio podría resolverse restableciendo un sistema de tipos de cambio fijos, lo que no entrañaría dificultad alguna:

Si se establece un tipo de cambio fijo entre el dólar y el marco alemán, el mundo vuelve a contar, de hecho, con tipos de cambio fijos. También podría estabilizarse la relación cambiaria entre el dólar y el yen, lo cual pondría a cubierto a Japón de que Estados Unidos o Europa le indicaran que modificara su tipo de cambio.³³

Mundell elogia el Acuerdo Plaza, por el cual se decidió cooperar para establecer tipos de cambio que reflejaran mejor la situación económica fundamental: "Como consecuencia a largo plazo, se

³¹ *Ibidem*, p. 874.

³² Reunión Anual de la Asociación de Economistas de Estados Unidos y sus afiliadas, Nueva York, del 28 al 30 de diciembre de 1985, *Boletín del FMI*, vol. 15, núm. 1, Washington, 13 de enero de 1986, p. 14.

³³ *Ibidem*, p. 14.

decidió dejar de lado los tipos de cambio flexibles y depreciar deliberadamente el dólar."³⁴

Jeffrey Sachs, de la Universidad de Harvard, coincide con Mundell en cuanto a la importancia de la existencia de dinero internacional y sostiene que ese es el argumento más convincente en favor de una regulación de los tipos de cambio.³⁵

En la Asamblea Anual del FMI, correspondiente a 1988, el representante francés, señor Béregovoy, observó que la reforma del SMI facilitaría la liberalización del comercio internacional. Para asegurar la estabilidad económica mundial parecería necesario que la escala y el ritmo de la creación de liquidez y su distribución *no dependieran por entero de los mercados internacionales de capital*.

Algunos gobernadores sugirieron la forma en que podría llevarse a cabo la reforma del SMI. Citando los beneficios del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, el representante de Bélgica, señor Maystadt, observó que cuando los mercados se estabilizan en torno a una determinada red de tipos de cambio, se reduce el riesgo de que se produzcan corrientes de capital desestabilizadoras y la coordinación de la política económica se ve considerablemente facilitada. Algo como lo que sugiere Mundell: establecer un tipo de cambio fijo entre el dólar y el marco alemán y entre el dólar y el yen japonés.

Rudiger Dornbusch, *rechaza categóricamente el régimen de tipos de cambio fijos* y el principio de la paridad del poder adquisitivo. Para él es preferible un sistema de tipos de cambio flexibles, en cuyo marco los precios relativos puedan variar y, por lo tanto, ajustarse, al igual que las necesidades financieras, con lo cual resultan menos graves las perturbaciones en materia de empleo y actividad económica real.

Para Dornbusch, el sistema de ZM exigiría una gestión excesivamente minuciosa de la economía, y la coordinación internacional sólo sería factible si Estados Unidos, Japón y Alemania se pusieran de acuerdo acerca de cuáles son los niveles deseables de inflación, expansión monetaria y otras variables de política económica. Este

³⁴ *Ibidem*.

³⁵ *Ibidem*, p.15.

experto señala que el problema consiste en que los mercados financieros son extraordinariamente líquidos y los inversionistas prefieren los activos financieros a los productivos. Para reducir esa liquidez –y de ese modo estabilizar el SMI– sugiere la posibilidad de gravar con un pequeño impuesto los activos financieros cuasimonetarios, con lo cual se regularía mejor la relación entre los activos productivos y el sistema financiero.

Paul Craig Roberts, titular de la “Cátedra William E. Simon” de Economía Política del Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales e investigador de la Hoover Institution, criticó la propuesta de Cooper de concentrar atribuciones en determinadas autoridades monetarias, como medio de crear una moneda internacional única, observando que esto requeriría un acuerdo perfecto entre los gobiernos. Menciona la dificultad a la que se enfrentan los diferentes órganos de un mismo gobierno para ponerse de acuerdo sobre una política nacional.

H. Robert Heller, miembro de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal estadounidense, propone un sistema que se centre en la estabilización de los precios de una canasta básica de productos, como forma de tratar de poner coto a las presiones inflacionarias en la economía mundial.

Para concluir esta sección, se da cuenta no de una propuesta sino de una interesante y generalizada opinión sobre la forma en que –a largo plazo– podría evolucionar el SMI, la cual no se contrapone a las ZM ni a la coordinación de la política macroeconómica.

● Áreas monetarias

Su posible surgimiento

El observar la evolución de la economía mundial en los últimos años, da bases para considerar la posibilidad de que en el futuro los tres bloques comerciales que se están constituyendo –aunque a ritmos muy diferentes y con metas más o menos ambiciosas– eventualmente se conviertan en otras tantas áreas o uniones monetarias, aglutinadas cada una de ellas en torno a una de las tres principales divisas, entre las cuales podría aspirarse a establecer ZM.

La creación de bloques monetarios contrarrestaría el poder de una superpotencia (en el caso de la Unión Europea se aspira a frenar el poderío alemán) y en consecuencia incrementaría el poder de cada bloque.

En un trabajo pionero, Robert Mundell –citado en el apartado anterior– planteó desde 1961 *la teoría de las áreas monetarias óptimas*: “si el mundo pudiera dividirse en regiones, y dentro de cada una de ellas existiera movilidad de los factores, pero con inmovilidad de los mismos entre las regiones, cada una de éstas debería tener una moneda propia que fluctuase en relación con todas las demás”.³⁶

La teoría de Mundell fue ampliada por Ronald McKinnon (1964) y por Peter Kenen (1969).³⁷

Más recientemente, la proximidad de la posible Unión Económica y Monetaria (UEM) en el seno de la Unión Europea, ha favorecido la aparición de estudios empíricos acerca de las áreas monetarias, así como de sus costos y beneficios. Al considerar la formación de áreas monetarias, es importante no perder de vista la función que desempeña una moneda como unidad de cuenta. Al respecto, conviene también recordar el trabajo de Warren L. Coats descrito en el apartado anterior.

Por *área monetaria* o unión monetaria se entiende un acuerdo entre un grupo de países de fijar irrevocablemente sus tipos de cambio a otro (incluyendo la opción de tener una moneda común) y permitir la completa integración de sus mercados financiero y bancario. La implícita pérdida del tipo de cambio nominal como un instrumento de política monetaria, trae consigo consecuencias más amplias para el funcionamiento de las políticas fiscales y monetarias, que cuando se trata solamente de zonas comerciales, donde no existen los compromisos relativos al tipo de cambio.³⁸

³⁶Robert A. Mundell, “The Theory of Optimum Currency Areas”, en *American Economic Review*, núm. 51, septiembre de 1961, pp. 717-725.

³⁷Sus aportaciones se encuentran en Edward Tower y Thomas D. Willett, *The Theory of Optimal Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*, Princeton Special Papers in International Economics 11, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, mayo de 1976.

³⁸Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein, “Macroeconomic Policy Implications of Currency Zones”, en *Functioning of the International Monetary System*, FMI, Washington, 1996, p. 420.

La combinación de acontecimientos que de alguna manera ya han sido mencionados en este trabajo, permite pensar que en el futuro podría existir un liderazgo económico compartido, pues *el SMI parece dirigirse hacia una estructura tripolar*, tendencia que empezó a esbozarse lentamente desde 1973, cuando se estableció un régimen administrado de tipos de cambio flotantes y que se acentuó en los últimos años. Dichos fenómenos, que ya fueron apuntados al inicio del primer capítulo de este trabajo, son:

- a) Relativa disminución del poderío económico estadounidense.
- b) Creciente uso internacional de monedas distintas al dólar de Estados Unidos.
- c) Éxito en el control de la inflación.
- d) Inestabilidad cambiaria.
- e) Formación de bloques comerciales regionales.
- f) Creciente integración y globalización de los mercados de capital.

Se desarrollará brevemente cada uno de estos puntos, siguiendo en varios aspectos el trabajo de Frenkel y Goldstein:

a) *Relativa disminución del poderío económico estadounidense*. Esta idea tan generalizada, es objeto de acalorados debates por parte de muchos estudiosos que consideran que esta hegemonía se ha mantenido incólume –a pesar del ascenso económico de Japón y de Europa Occidental– en virtud de que Estados Unidos es un importante productor de alimentos y materias primas y por ende, menos dependiente que otros países poderosos para su abasto interno y porque su fuerza militar no tiene parangón.

Sin embargo, hay cifras que apoyan la afirmación de que *la importancia económica relativa de Estados Unidos ha sufrido un descenso*. En 1965 el PIB estadounidense (698 990 millones de dólares) representó 34.88% del total mundial (2 003 700 millones de dólares), el de Japón (91 290 millones) 4.55% y el alemán (114 820) 5.73%; la suma de estos dos últimos equivalió apenas a 10.28% del PIB mundial y a 29.49% del estadounidense.³⁹ En 1994 esos porcenta-

³⁹Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial 1991*, Washington, 1991, p. 233.

jes se habían modificado sustancialmente: la suma del PIB de Japón y de Alemania (6 636 962 millones de dólares) casi igualó al PIB estadounidense (6 648 013 millones de dólares); respecto al PIB mundial (25 223 462 millones), el estadounidense representó 26.35%, el japonés 18.20% y el alemán 8.11%; la suma de estos dos últimos fue de 26.31%⁴⁰ (véase cuadro 13).

En el comercio mundial los cambios han sido menos notables. La participación conjunta de Japón y la RFA en las exportaciones mundiales ascendió en 1995 a 19%, siendo la de Estados Unidos de sólo 11.66%. En cuanto a las importaciones, 15.4% correspondió a Alemania y Japón y 15.1% a Estados Unidos. En 1966, las exportaciones japonesas y alemanas equivalieron a 15.5% del total mundial y las estadounidenses a 15.23%. De las importaciones, 13.6% correspondieron a Alemania y Japón y 13.63% a Estados Unidos.⁴¹

b] *Creciente uso internacional de monedas distintas al dólar de Estados Unidos.* Este punto también está sujeto a discusión, pues sin duda esa divisa sigue siendo la moneda internacional dominante. Pero también es cierto que su peso relativo ha experimentado cierta declinación en favor del marco alemán y en mucho menor medida, del yen japonés. Aunque Japón ha surgido como gran poder económico, ha habido poco uso de su divisa en el nivel internacional, debido a la existencia de restricciones en los mercados financieros japoneses,⁴² las cuales en años recientes han ido desapareciendo. El mayor uso del yen y del marco implica que para promover la estabilidad monetaria internacional, Alemania y Japón deben compartir las responsabilidades inherentes al liderazgo que están alcanzando.

Un sistema de múltiples monedas traería consigo varios beneficios:

1. *Disminuiría la vulnerabilidad de los poseedores de portafolios ante posibles crisis en algún país ancla.* El hecho de que las reservas oficiales y las tenencias financieras privadas estuvieran diversificadas,

⁴⁰ *Ibidem*, 1996, p. 243.

⁴¹ FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996*, Washington, 1996.

⁴² G.S. Tavlas, y Ozeki Y., *The Internationalization of Currencies: an Appraisal of the Japanese Yen*, Occasional Paper, núm. 90, FMI, Washington, enero de 1992.

CUADRO 13
PARTICIPACIÓN DEL G-7 EN LA PRODUCCIÓN
Y EL COMERCIO MUNDIALES 1994
(Dólares y porcentaje)

Países	PNB	PIB		Exportaciones		Importaciones	
	<i>per cápita</i>	<i>millones</i>	%	<i>millones</i>	%	<i>millones</i>	%
EUA	25 880	6 648 013	26.36	513 000	11.86	690 000	15.71
Japón	34 630	4 590 971	18.20	397 000	9.18	275 000	6.26
RFA	25 580	2 045 991	8.11	427 219	9.87	381 890	8.70
Total	28 697	13 284 975	52.67	1 337 219	30.91	1 346 890	30.67
Reino Unido	18 340	1 017 306	4.03	205 000	4.74	227 000	5.17
Francia	23 420	1 330 381	5.28	235 905	5.45	230 203	5.24
Italia	19 300	1 024 634	4.06	189 805	4.39	167 685	3.82
Canadá	19 510	542 954	2.15	166 000	3.84	155 072	3.53
<i>Los siete</i>	23 808	17 200 250	68.19	2 133 929	49.33	2 126 850	48.43
Mundo	4 470	25 223 462	100.00	4 326 096	100.00	4 391 660	100.00

Fuente: *Informe sobre el Desarrollo Mundial, 1996*, Banco Mundial, Washington, 1996.

implicaría que los poseedores de portafolios podrían enfrentar de mejor manera los *shocks* o las políticas débiles en un país ancla.

2. *Se favorecería la existencia de una mayor disciplina en materia de política económica.* Esto por la competencia entre varias monedas.

3. *Se haría necesaria una constante cooperación entre los países emisores de las monedas de reserva,* debido a la facilidad de sustituir una divisa por otra.

Simplemente la actual composición de las reservas monetarias internacionales, revela lo que podrían ser embrionarias áreas monetarias, ya que dicha composición está determinada por los arreglos cambiarios de cada país, por las corrientes comerciales con los países de moneda clave y por la moneda en la cual está denominado el servicio de la deuda. Es lógico que los bancos centrales eviten tener en sus reservas divisas que necesitan convertir a otra moneda clave para poder efectuar sus pagos.⁴³

Siguiendo la forma en que ha evolucionado el uso de las monedas como "vehículo"⁴⁴ en las transacciones internacionales, Stanley W. Black se hace importantes cuestionamientos, ¿el creciente uso del marco ha desplazado al dólar de los mercados europeos?, ¿una nueva moneda europea desplazará a ambas?, ¿surgirá un área

⁴³Michael P. Dooley, J. Saúl Lizondo y Donald J. Mathieson, "Currency Composition of Foreign Exchange Reserves", en *Functioning...*, *op. cit.*, pp. 877-902.

⁴⁴Una moneda vehículo es una divisa usada para facturar el comercio exterior y para denominar las transacciones internacionales de capital, que no implican transacciones directas con el país emisor. Una vez que una moneda surge como vehículo, las economías de escala entran en juego, disminuyendo más aún los costos de las transacciones y alentando la posición de la divisa como vehículo. Por ejemplo, mientras más se use una moneda, mayor es la familiaridad con ella y más bajos los costos de transacción. Como vehículo, una moneda cumple las tres funciones que tradicionalmente desempeña el dinero: unidad de cuenta, medio de cambio y acumulador de valor. Para que las monedas nacionales se conviertan en vehículo, deben satisfacer tres condiciones:

1. Plena confianza en su valor.
2. Alto grado de estabilidad política en el país emisor.
3. Existencia en el país emisor de mercados secundarios bien desarrollados y de mercados financieros libres de controles, en los cuales se negocien una gran variedad de instrumentos financieros.

Como se advierte, la función de moneda vehículo es realizada por las divisas clave o monedas de reserva internacional. Un análisis de las monedas vehículo puede encontrarse en Stanley W. Black (cita siguiente) y también en Stephen P. Magee y Ramesh K.S. Rao, "Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade", en *American Economic Review*, núm. 70, mayo de 1980, pp. 368-373.

monetaria en Asia centrada en el yen japonés? Todo esto, ¿anuncia el fin del papel del dólar en el SMI? La innovación financiera y tecnológica, las mejores comunicaciones, los nuevos instrumentos financieros y los mercados más competitivos, ¿están reduciendo los costos de transacción y en consecuencia modificando la utilidad de las monedas vehículo?

Utilizando datos para el periodo 1980-1987 sobre los costos de las transacciones internacionales y sobre las monedas en las que se denominan el comercio y las corrientes de capital, concluye que ha habido sólo una modesta reducción en el atractivo del dólar como "vehículo".⁴⁵

c) *Éxito en el control de la inflación.* Lo acontecido en los últimos lustros ha fortalecido la necesidad de poner énfasis en la estabilidad de precios como uno de los principales objetivos de la política macroeconómica;⁴⁶ la meta de inflación sustituye el ancla cambiaria. Para que sea viable una unión monetaria –o incluso un régimen cambiario casi fijo– es esencial que los participantes lleguen a un consenso sobre las metas de la política monetaria. Las perspectivas de alcanzar consenso son mejores ahora que hace quince años, pues actualmente existe un mayor convencimiento de que la estabilidad de precios debe tener prioridad sobre otras metas. No es que sea intrínsecamente más importante que el empleo o el crecimiento económico, sino que se reconoce que el logro de estos últimos objetivos no puede darse sobre una base firme en ausencia de bajas tasas de inflación. En un régimen con metas de inflación, el gobierno anuncia una meta, o más bien una banda meta de inflación. Si las proyecciones para uno o dos años indican que se sobrepasará la banda anunciada, habrá que reorientar la política económica.

Los tres países económicamente más importantes han sido líderes en mantener baja la inflación (esto experimentó un cierto cambio en el caso de Alemania a raíz de la unificación). En cam-

⁴⁵ Stanley W. Black, "Transactions Costs and Vehicle Currencies", en *Functioning...*, op. cit., pp. 789-790.

⁴⁶ Al respecto puede consultarse *Perspectivas de la economía mundial*, FMI, Washington, octubre de 1996. Consideraciones teóricas sobre metas de inflación se encontrarán en John H. Green, "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", en *Documento de trabajo WP/96/65*, FMI, Washington.

bio los países subdesarrollados, como grupo, no han tenido éxito en éste como en muchos otros aspectos. Uno de los motivos fundamentales para fijar el tipo de cambio es "atarse las manos" en materia de política monetaria, para compartir la alta credibilidad antiinflacionaria del país ancla. El caso típico de este fenómeno es la experiencia del SME, descansando sobre el ancla nominal proporcionada por el Bundesbank. El resto de los países cuenta con que el país ancla exporte su estabilidad.

Estados Unidos, Japón y la RFA, legítimamente pueden servir como anclas nominales de potenciales áreas monetarias regionales; varios expertos sostienen que a muchos países subdesarrollados, así como a algunos industrializados, les convendría vincularse a una de las tres divisas importantes, pues ello les permitiría avanzar hacia un sistema de mayor estabilidad en los tipos de cambio nominales, para poner fin a la costosa variabilidad registrada a partir del derrumbe de Bretton Woods.

d] *Inestabilidad cambiaria*. La tantas veces mencionada y costosa variabilidad a corto plazo de las monedas clave –mucho mayor bajo el régimen de flotación generalizada que bajo el anterior sistema– y la gran magnitud de los desajustes entre las tres principales divisas, son factor fundamental para que surja como una alternativa el establecimiento de un patrón monetario menos flexible que el actual, basado no sólo en una divisa (el dólar estadounidense), sino también en el yen japonés y en el marco alemán (o en el euro).

En un área monetaria los tipos de cambio reales entre las tres divisas, necesitarían modificarse con el paso del tiempo, para reflejar los cambios en las condiciones económicas reales. Una mayor disciplina en las políticas fiscal y monetaria en los países ancla, inducida por mecanismos ajenos al régimen cambiario, contribuiría a mejorar el comportamiento de los mercados cambiarios para las monedas de reserva.

En los casos en que haya grandes diferencias entre la tasa de mercado y la tasa estimada de equilibrio, los principales países necesitarían considerar el intervenir en el mercado. La intervención podría adoptar una gran variedad de formas, desde la intervención esterilizada concertada, hasta, de ser necesario, ajustes coordinados en las políticas monetarias. Éstas serían responsabilidades contingentes ante una fuerte evidencia de grandes desajustes.

La mayor estabilidad inherente al área monetaria trae consigo beneficios en términos de menor incertidumbre frente a las decisiones de comercio e inversión, menores costos de transacción, reducidos costos de desinflación, mejor comportamiento de la inflación, etc. Pero como contrapartida perderán total o parcialmente el tipo de cambio nominal y la política monetaria como instrumentos de política económica (la política monetaria independiente no es compatible con la participación en áreas monetarias).⁴⁷ Es necesario considerar entonces la disponibilidad de instrumentos de política económica distintos al tipo de cambio nominal, que podrían usarse para contrarrestar *shocks*. Los candidatos más obvios son los estabilizadores fiscales automáticos y los mercados de capital privados.

e] *Formación de bloques comerciales regionales*. Los progresos en el comercio intrarregional permiten afirmar que los países podrían potencialmente proteger una parte significativa de su comercio exterior total de la variabilidad en el tipo de cambio nominal, participando en áreas monetarias con sus principales socios comerciales regionales. En este hipotético mundo tripolar, 40% del bloque del dólar sería comercio interno; los correspondientes porcentajes para el yen y el euro serían más altos: 50 y 80%, respectivamente.

Los logros más importantes en cuanto a la integración económica se han dado en Europa, donde –dejando de lado la caída de socialismo y la unificación alemana– después de más de una década de funcionamiento del SME, los miembros de la entonces CEE empezaron a debatir de manera muy activa el proceso para llegar a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Ni en Norteamérica ni en Asia existen propuestas tan ambiciosas en extensión y profundidad como en Europa, por lo cual puede decirse que aunque se habla de la posible evolución hacia un sistema tripolar, los tres polos están evolucionando a una velocidad muy diferente.

En el continente americano existe el Tratado de Libre Comercio de América del Norte entre Estados Unidos, Canadá y México; en marzo de 1991, Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay firmaron el Tratado de Asunción, base del llamado Mercosur. En abril de 1991,

⁴⁷Véase al respecto Tomasso Padoa Schioppa, "Hacia un nuevo vínculo ajustable", en *El Sistema Monetario Internacional en los próximos veinticinco años*, Banco de Pagos Internacionales-Fundación Per Jacobsson, Basilea, Suiza, 12 de junio de 1988, pp. 17-32.

México, Venezuela y Colombia anunciaron planes para crear una zona de libre comercio. El 27 de junio de 1990, el presidente estadounidense George Bush anunció la Iniciativa para las Américas, primer planteamiento integral –aún no concretado– sobre las relaciones hemisféricas, hecho por Estados Unidos desde la Alianza para el Progreso en los años sesenta.

La región Asia-Pacífico ha sido la más cauta en avanzar hacia un acuerdo comercial formal. Desde principios de los años noventa, las exportaciones japonesas a sus vecinos asiáticos son casi del mismo monto que las que van a Norteamérica. Del mismo modo, la inversión directa japonesa en el resto de Asia se ha expandido rápidamente en años recientes. Incluso la política financiera, en particular la política sobre tasas de interés en varios países asiáticos, está más influida por la política monetaria japonesa que por la de centros financieros fuera de la región.

La forma en que ha aumentado el comercio intrarregional hace ver la posibilidad de que los países se protejan de los efectos de abruptas variaciones en los tipos de cambio nominales o de barreras comerciales mediante la adopción de una moneda común o la creación de una zona de libre comercio con sus principales socios regionales.

f] *Creciente integración y globalización de los mercados de capital.* Éste ha sido uno de los principales cambios estructurales en los últimos veinticinco años. Un área monetaria disminuiría en mucho la necesidad de protegerse ante acontecimientos externos.

Al inicio de los años setenta, las barreras de acceso al mercado abarcaban controles de capital que limitaban el comercio entre los mercados financieros internos y externos. Los controles de capital y las limitaciones a la entrada de instituciones financieras extranjeras al mercado interno, fueron parte del esfuerzo por aislar los sistemas financieros internos de los acontecimientos externos. Desde mediados de esa década, las autoridades de los países industriales han eliminado o ablandado muchas de sus restricciones sobre las transacciones financieras internas y externas.

Esta liberalización de las actividades financieras ha reflejado tanto el deseo de inducir una mayor competencia y eficiencia en los mercados financieros internos, como el reconocimiento de que para satisfacer sus necesidades de capital, muchas grandes institu-

ciones financieras y no financieras se fueron orientando cada vez más hacia los mercados del exterior menos regulados.

Aunque las medidas específicas de liberalización financiera naturalmente han diferido de un país a otro, han tenido varias características en común: la eliminación de las barreras para acceder al mercado; la remoción de las restricciones sobre las actividades, productos y ubicación de las instituciones financieras, y mayor dependencia respecto a las tasas de interés fijadas por el mercado.

Como las restricciones entre las transacciones financieras internas y externas han disminuido, los mercados financieros magnifican los efectos a corto plazo de las políticas macroeconómicas de un país sobre los países vecinos. Al mismo tiempo, los cambios institucionales que trae consigo la liberalización financiera, han debilitado la capacidad de las autoridades para responder a la difusión de tales efectos. Es por ello que se cuestiona la efectividad de los instrumentos tradicionales de la política macroeconómica, se insiste en la necesidad de modificar los acuerdos cambiarios y las estrategias de intervención y en incrementar la coordinación de las políticas macroeconómicas entre los principales países.

La principal implicación de la creciente integración de los mercados de capital es que –cualquiera que sea el régimen cambiario– las autoridades en materia de política económica en cada uno de los diferentes países, encuentran cada vez más difícil aislarse de los efectos de las medidas económicas adoptadas en el extranjero, como por ejemplo las concernientes a disposiciones regulatorias y a tasas de interés.

● Requisitos para avanzar hacia un área o unión monetaria

Dichos requisitos pueden sintetizarse en la pérdida de soberanía para los participantes, debido a:

–La sustitución del control nacional de la política monetaria por una autoridad monetaria central.

–La mayor integración de los mercados laboral y de mercancías, sea por medidas para promover la unión económica que acompaña a aquellas para promover la unión monetaria –como

en Europa— o porque la menor incertidumbre cambiaria tiene efectos positivos de retroalimentación.

—La conversión de los tipos de cambio en irrevocablemente fijos.

—La liberalización total de los mercados de capital.

—El aumento de la solidaridad y la ayuda mutua entre los miembros de la unión.⁴⁸

Los compromisos cambiarios inherentes a un área monetaria son menos ambiciosos que los esquemas de zonas meta, pero serían más efectivos, por ser más creíbles, y en algún momento podrían llegar a darse ambos.

La mayor estabilidad inherente al área monetaria trae consigo beneficios en términos de menor incertidumbre frente a las decisiones de comercio e inversión, menores costos de transacción, reducidos costos de desinflación, mejor comportamiento de la inflación, etc. Claro que a cambio, como ya se apuntó, perderán total o parcialmente la utilización del tipo de cambio nominal como un instrumento de política monetaria.

Quizá la principal desventaja de ceder el control de la política monetaria a una autoridad central es que cada miembro de la zona monetaria estará menos seguro de que la política monetaria común apoyará las acciones de política fiscal que pretendan seguir.

Ya que en este caso no puede disponerse de la política monetaria, habrá que recurrir a la fiscal. La disciplina en esta materia puede alcanzarse por medio de los mercados financieros, siempre y cuando:

—Exista plena movilidad del capital.

—Exista plena información disponible sobre los prestatarios.

—El mercado esté convencido de que no hay garantías implícitas o explícitas sobre la deuda soberana y que la deuda de los prestatarios no será monetizada.

—El sistema financiero sea lo suficientemente fuerte para enfrentar el fracaso de un gran prestatario, haciendo recaer los costos

⁴⁸Frenkel y Goldstein, *op. cit.*, p. 455.

del fracaso tanto en los prestamistas como en el prestatario, para que la situación no se repita.

Habría una prima, inicialmente alta, sobre la deuda de un país miembro con déficit excesivo. Si éste persistiera, la prima se incrementaría a una tasa creciente y eventualmente le sería negado al país el acceso a crédito adicional. Este incremento en el costo del endeudamiento, junto con la amenaza de reducir la disponibilidad del crédito, proporcionaría el incentivo para que el país en cuestión corrigiera su situación fiscal.

Una segunda vía para alentar la mayor disciplina fiscal son las reglas rígidas, las cuales impondrían límites máximos con relación al PNB sobre los déficit presupuestarios y sobre la deuda pública de los países miembros, así como recurrir al endeudamiento público solamente cuando éste tenga propósitos de inversión. Estas reglas rígidas tienen el inconveniente de que pueden impedir que estabilizadores automáticos amortigüen *shocks* en un país específico. Como en el caso de los déficit en cuenta corriente, también puede haber déficit presupuestarios buenos y malos.

Un último mecanismo para alcanzar la disciplina fiscal, lo constituye el reforzamiento de la supervisión multilateral entre los miembros del grupo así como también desalentar políticas fiscales erróneas en los mismos. Esto también está sujeto a críticas, la supervisión multilateral emplea generalmente una amplia gama de indicadores económicos, lo que da lugar al riesgo de que diferentes indicadores envíen señales contradictorias para el ajuste de política económica, permitiendo en consecuencia que prosiga una política fiscal equivocada.

Sin lineamientos acordados previamente, existe también el peligro de que las negociaciones, aunadas a presiones por solidaridad dentro de la unión, puedan retardar indebidamente el necesario ajuste fiscal. La política fiscal es mucho más difícil de coordinar que la política monetaria, porque también lleva mucho tiempo el modificarla e incluso pasa tiempo antes de que se hagan sentir los efectos de los cambios.

La supervisión por parte del grupo para estimular a efectuar ajustes a los países que tienen situaciones fiscales potencialmente

insostenibles, de ser posible, debe utilizarse antes de que ingresen en la unión. Una vez en ésta, la supervisión servirá para desalentar excesos de política fiscal. Si los países ven que “atarse de manos” en política fiscal, aumenta su credibilidad en el mercado –como muchos estados de la Unión Americana han descubierto– entonces voluntariamente adoptarán tales reglas; éstas van a diferir de país a país para reflejar las características institucionales y estructurales de cada uno de ellos. Lo que se desea es efectividad, no simetría.

Ventajas y costos de ser moneda de reserva

El uso internacional de una divisa proporciona dos principales *beneficios* al país emisor:

El señoreaje,⁴⁹ debido a que sus compromisos con el exterior están denominados en su propia moneda. La tasa nominal de interés sobre la deuda comprende un componente real y un componente de la inflación esperada; los países con moneda internacional pueden inflar una porción arbitrariamente grande del poder de compra real representado por su deuda nominal, mediante políticas que eleven la tasa de inflación por encima de su nivel esperado. Los países cuya deuda externa está denominada en divisas extranjeras, tienen que obtener éstas –generando un superávit comercial y/o volviendo a endeudarse– para cubrir el servicio. Los países que participan en un área monetaria, participan en el señoreaje internacional de la unión.

El incremento de las ganancias de su sector financiero. Esto porque los préstamos, las inversiones y las compras de bienes y servicios se realizarán cada vez más por medio de instituciones financieras del país emisor. Además, los exportadores e importadores del país emisor, así como los prestamistas y prestatarios, obtendrán una ventaja comparativa y tendrán menos riesgos que sus competidores y clientes extranjeros, pues están tratando en una moneda cuyos costos están determinados y con la cual tienen más familiaridad

⁴⁹El señoreaje originalmente era el cargo sobre los gastos de acuñación. Los reyes establecían el cargo total y la parte que deberían recibir ellos por concepto de señoreaje. Como ahora las monedas no tienen un alto valor intrínseco, existe un margen sustancial entre el costo de producir una moneda y su valor monetario estatutario. Ese margen o beneficio se conoce como señoreaje.

que los extranjeros. En la medida en que éstos lleguen a familiarizarse con la moneda, los costos de información decrecerán también para ellos y en consecuencia se incrementará el uso de la moneda como vehículo.

Los principales *costos* que para el país emisor tiene el uso internacional de su moneda son:

La disminución del control sobre la oferta monetaria interna. En los años setenta y ochenta, las autoridades monetarias de Japón y Alemania impusieron controles sobre las corrientes de capital, a fin de incrementar su influencia sobre la oferta monetaria. Sin embargo, esto no es necesario si las autoridades monetarias no intervienen en el mercado de divisas sino que permiten que las fluctuaciones en la demanda por la moneda afecten al tipo de cambio.

Una compensación al señoreaje. La tentación de explotar el señoreaje puede conducir a una mayor inflación en el país de moneda clave y eventualmente puede mermar una de las condiciones esenciales para que su moneda sea usada internacionalmente.

Los costos y beneficios que para un país tiene el unirse a un área monetaria, depende de cuán integrada esté su economía a la de sus socios potenciales. La teoría indica que un arreglo de este tipo es más adecuado en áreas estrechamente integradas mediante el comercio internacional y el movimiento de los factores. Andrew Rose, de la Universidad de California y Jeffrey Frankel, del Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos, agregan otro elemento: la correlación del ciclo económico.

El papel del marco alemán como moneda internacional

La posibilidad de que surjan tres áreas monetarias, de ninguna manera significa que el marco alemán y/o el yen vayan a remplazar a la divisa estadounidense como moneda dominante en el mundo; en los años por venir, nada anuncia el fin del liderazgo del dólar en todo el mundo, pero es innegable que la importancia del marco y del yen en la negociación diaria de divisas ha crecido en los últimos años a costa del dólar. Por ello todo apunta a que en el futuro inmediato –en los años que faltan para que se consume la unión

monetaria europea– el marco alemán se siga utilizando de manera creciente como moneda clave internacional. En apoyo de esta afirmación se tienen los siguientes hechos:⁵⁰

a) La tradicional postura antiinflacionaria del Bundesbank. Conforme a su Acta Constitutiva del 26 de julio de 1957, la Deutsche Bundesbank –banco central de la República Federal Alemana (RFA)– ha tenido como tarea fundamental salvaguardar la estabilidad del valor del marco, tanto en el plano interno como en el externo, regulando para ello “la cantidad de dinero en circulación y del crédito proporcionado a la economía”, lo que ha sido considerado una condición esencial para mantener un alto nivel de empleo y un adecuado crecimiento económico. En palabras de Karl Otto Pöhl, durante muchos años cabeza del Bundesbank: “La estabilidad del marco es el fundamento de nuestra política económica y social.”⁵¹

Debe hacerse notar que la fortaleza del marco alemán no es fruto exclusivo de la labor estabilizadora del Bundesbank –aunque no se deja de reconocer ésta– sino también del éxito de la economía germana. La fuerza del marco se ha basado en el excedente comercial, que a su vez refleja el poderío de la industria alemana.

En el periodo 1970-1990, la RFA experimentó la tasa anual media de inflación más baja (3.9%) de los países industriales más importantes. El éxito en el combate a la inflación –que debe acreditarse primeramente a la institución emisora– inspiró confianza en la política monetaria germana y dio origen a que en la práctica se utilizara el marco alemán como base fija de las demás monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME. A su vez, esta situación ha permitido a la RFA mantener cierto grado de independencia monetaria interna y reducir la variabilidad de su

⁵⁰ En esta parte se ha seguido principalmente a George Tavlas, “Monedas internacionales: creciente importancia del marco alemán”, en *Finanzas y Desarrollo*, núm. 3, vol. 27, Washington, Publicación trimestral del FMI y del Banco Mundial, septiembre de 1990, pp. 35-38; e “International Use of Currencies: The Deutsche Mark”, en *Functioning...*, op. cit., pp. 806-850.

⁵¹ Dallas S. Batten y otros, *The Conduct of Monetary Policy in The Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures*, Occasional Paper núm. 70, FMI, Washington, 1990, p. 11.

tipo de cambio nominal frente a las monedas de sus asociados en el MTC.

Los alemanes sienten una extrema aversión por la inflación, conscientes de que la hiperinflación de 1923 y la consiguiente inestabilidad llevaron a la creación del Tercer Reich. Al concluir la segunda guerra mundial, los alemanes padecieron también una fuerte inflación. El peligro de que se presentara nuevamente ese fenómeno, llevó a los funcionarios germano-occidentales a resistir, a mediados de la década de los ochenta, las exhortaciones estado-unidenses de convertir a su país en una "locomotora" económica; los funcionarios de Bonn temían que el crecimiento excesivamente rápido socavara la fortaleza del mercado de la RFA.

b] La cada vez mayor apertura y crecimiento de los mercados financieros alemanes. Cuanto más abiertos y grandes son los mercados, más líquidos se vuelven y más atractivos resultan para los inversionistas, lo que hace que la moneda sea también más atractiva. Hasta principios de los años ochenta, con el fin de regular mejor las condiciones monetarias, el Bundesbank impuso un control relativamente firme de las entradas de capital. Pero a mediados de la década, la institución tuvo que acceder a que el marco empezara a asumir el papel que le corresponde en las finanzas mundiales: los mercados financieros alemanes se fueron abriendo a medida que se hacía realidad la unidad europea.

El hecho de que la liberalización de sus mercados financieros se llevara a cabo tardíamente en comparación con otros países, determinó la limitación de la eficiencia alemana para competir en la obtención de fondos internacionales.

c] *La posición de la RFA como uno de los principales países exportadores del mundo.* La evolución del comercio exterior de Alemania en los últimos años, ha dado lugar a que se utilice internacionalmente el marco. En primer lugar, de 1986 a 1988, Alemania pasó a ser el mayor exportador del mundo, sobrepasando a Estados Unidos y elevando así la proporción del comercio mundial facturada en marcos alemanes. En 1989, Estados Unidos recuperó su posición de primer exportador mundial; pero en 1990 la RFA retornó a ese puesto, para perderlo en 1991, como consecuencia de la reunificación (véase cuadro 14).

CUADRO 14
PARTICIPACIÓN DE EUA, ALEMANIA Y JAPÓN
EN LAS EXPORTACIONES MUNDIALES
(Millones de dólares y porcentaje respecto
a las exportaciones mundiales)

Años	Mundiales		EUA		Alemania		Japón	
	mdd		mdd	%	mdd	%	mdd	%
1966	192 900		29 379	15.00	20 157	10.40	9 776	5.10
1970	298 300		42 659	14.30	34 228	11.50	19 317	6.50
1975	843 500		108 856	12.90	90 176	10.70	55 819	6.60
1980	1 920 800		225 566	11.70	192 860	10.00	130 441	6.80
1985	1 848 700		218 815	11.84	183 933	9.90	177 164	9.60
1986	2 034 500		227 158	11.16	243 326	12.00	210 757	10.40
1987	2 391 700		254 122	10.62	294 369	12.30	231 286	9.70
1988	2 729 400		322 427	11.81	323 323	11.80	264 856	9.70
1989	2 965 500		363 812	12.30	341 231	11.50	273 932	9.20
1990	3 379 100		393 592	11.60	410 104	12.10	287 581	8.50
1991	3 477 600		421 730	12.10	402 843	11.60	314 786	9.10
1992	3 723 000		448 164	12.10	422 271	11.30	339 885	9.10
1993	3 712 400		464 773	12.50	380 154	10.20	362 244	9.80
1994	4 222 200		512 627	12.10	427 179	10.10	397 005	9.40
1995	5 013 900		584 743	11.70	508 294	10.10	443 116	8.80

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1996.

Todo hace presagiar una función internacional en expansión para el marco alemán: ha aumentado su uso como unidad de cuenta internacional, expresándose en esta moneda una proporción creciente de la exportación mundial. Si se tienen en cuenta las prácticas que siguen en la facturación los seis mayores países industriales y los países de la OPEP, así como la proporción del comercio mundial que corresponde a estos países, se encuentra que en 1980, 34.5% de la exportación mundial se denominó en dólares estadounidenses, y 10.2% en marcos alemanes; en 1987, las cifras respectivas fueron 24.8 y 12.4 por ciento.

d) El gran uso del marco alemán por parte de los bancos centrales para intervenir en los mercados de divisas. El marco alemán es utilizado, junto con el yen, por la Reserva Federal y la Tesorería de Estados Unidos en sus intervenciones. La proporción que corres-

ponde al marco alemán en las intervenciones en el SME pasó de 24% aproximadamente en los primeros años ochenta a cerca de 60% a fines de la década, habiéndose producido la mayor parte del aumento a costa del dólar.

e] El uso del marco alemán como reserva internacional de valor. En Alemania, los activos financieros expresados en marcos que se hallan en poder de no residentes, se duplicaron con creces entre 1980 y 1986, como resultado de las medidas adoptadas en esos años para liberalizar el sistema financiero. Si se considera el periodo que va de 1980 al primer semestre de 1989, los activos financieros en marcos mantenidos en Alemania por no residentes casi se triplicaron, elevándose a 585 000 millones de marcos. Del mismo modo, se duplicaron con creces los activos en marcos mantenidos fuera de Alemania y constituidos por depósitos de euromarcos y bonos externos en marcos, que al final del periodo alcanzaron la cifra de 730 000 millones de marcos.

f] La participación del marco alemán en las reservas mundiales de divisas. Es ésta una característica fundamental para medir el papel que desempeña una moneda como medio internacional de cambio (véase cuadro 3).

El marco se ha convertido en la segunda moneda de reserva después del dólar, aunque a considerable distancia de él. Es preciso señalar que pese al crecimiento espectacular de su importancia y la del yen, las cifras indican que en 1990, sumadas esas dos divisas, representaban apenas ¡la mitad! de la cifra correspondiente a las reservas en dólares. Para 1995 la diferencia se había ampliado (por las razones apuntadas en el capítulo anterior): las reservas en dólares constituían 56% del total y la suma correspondiente al marco y al yen ascendía apenas al 21 por ciento.

Durante mucho tiempo –prácticamente hasta mediados de los años ochenta– el Bundesbank se resistió a aceptar que el marco asumiera un papel internacional mayor, incluyendo su uso como moneda de reserva, pues le resulta más difícil manejar la política interna cuando grandes cantidades de su divisa están acumuladas en otros bancos centrales y, por tanto, fuera de su alcance.

Aquí se da una contradicción. Por una parte, las autoridades germanas experimentan inquietud ante las crecientes cantidades de

CUADRO 15

PESO DE LAS DIVISAS QUE PARTICIPAN EN LA CANASTA DEL DEG
(Porcentajes)

<i>Divisas</i>	1986-1990	<i>Quinquenios</i> 1991-1995	1996-2000
Dólar estadounidense	42	40	39
Marco alemán	19	21	21
Yen japonés	15	17	18
Franco francés	12	11	11
Libra esterlina	12	11	11

Fuente: Comunicados de prensa núms. 90/55 y 95/49, FMI, Washington, 9 de octubre de 1990 y 26 de septiembre de 1995, respectivamente.

marcos manejados por otros bancos centrales (lo cual puede hacerles perder el control sobre la oferta monetaria y, consecuentemente, sobre la inflación, pesadilla de la RFA). Pero por otra parte, en los últimos años, han hecho una activa promoción del uso del marco como reserva internacional, para reducir la dependencia respecto al dólar.

Los países que han acumulado más marcos son los del G-7 y también España. Dadas las perspectivas de que se intensifique la coordinación monetaria entre los países industrializados, los marcos manejados por los bancos centrales de esos países, parecen estar en manos seguras. Consecuentemente, la inquietud del Bundesbank se centra principalmente en los bancos centrales de los países de Oriente.

El marco alemán estará sometido cada vez a mayor presión –como lo está el dólar, por ser moneda clave– para mantenerse como una moneda estable y atractiva. Sin embargo, esto no tiene necesariamente que ser así, pues como es fácil percatarse, el dólar sigue siendo la principal moneda clave a pesar de las serias dificultades de su economía en los últimos años, de las cuales las más visibles son los llamados “déficit gemelos”.

g) El peso del marco alemán en la canasta de divisas que se utiliza para calcular el valor de los DEG. Las cinco monedas que durante un quinquenio forman la canasta de divisas utilizada para

calcular el valor de los DEG, corresponden a los países miembros del FMI que realizan la mayor exportación de bienes y servicios en los cinco años anteriores. Las ponderaciones de las monedas de la canasta reflejan la importancia relativa de las mismas en el comercio y en las finanzas internacionales durante ese periodo y se basan en el valor de la exportación de bienes y servicios de los países miembros que emiten esas monedas y en el monto de los saldos de sus monedas en poder de las autoridades. En el cuadro 15 aparecen las ponderaciones que rigen a partir del 1 de enero de 1996, comparadas con las de los dos quinquenios precedentes.

La aparición de una sola moneda para toda la Unión Europea –el euro– significaría el fin del marco alemán como moneda “pilar” de Europa. Pero la unión monetaria empezará a funcionar si acaso en 1999, por lo que no es aventurado afirmar que en el futuro inmediato el marco será impulsado a asumir un papel más dominante en los mercados mundiales, resultado del vigor económico de Alemania.

Prueba de lo anterior es el hecho de que en Europa Central y Oriental, poco a poco el marco desplaza al dólar, pues economistas de la región aconsejan a exportadores e importadores comprar esa divisa para su desarrollo comercial.

Desde la caída del socialismo en Europa (1989), todos los bancos centrales del ex bloque socialista, reestructuraron sus reservas prefiriendo al dólar y al marco, pero cada día aumenta la preferencia por este último. En la ex Yugoslavia, las monedas locales perdieron todo su valor y el marco es la divisa convertible. En la industria turística –la que mayores ingresos de divisas aporta a Europa Central– la baja del dólar no trajo serias consecuencias, porque los visitantes realizan sus operaciones en marcos alemanes.

Sin embargo, ya se ha señalado cómo el Bundesbank se resiste a incrementar el papel del marco como moneda internacional; no quiere aceptar tal responsabilidad que lo obligaría a definir su política monetaria a la luz de las tendencias monetarias mundiales, en lugar de seguir concentrándose en la situación interna de su país. Durante años Estados Unidos, valiéndose de su gran poderío económico y agobiado por problemas internos, ha hecho caso omiso de su obligación de apoyar al dólar internacionalmente, a pesar

de que ese país obtiene jugosos beneficios derivados de la aceptación del dólar como moneda clave.⁵²

Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank, sabe bien que el país que controla la moneda de reserva mundial debe asumir la responsabilidad no sólo por sí mismo sino por todas las inversiones internacionales, algo con lo que no cumple Estados Unidos. Mientras más personas tengan marcos, más difícil será para el Bundesbank cumplir con sus objetivos centrales de controlar la inflación y de mantener la estabilidad del marco. Los problemas que surgirían socavarían la confianza en el marco alemán como moneda de reserva.

Aunque muchos elogian su estabilidad por ser un "puerto seguro" para el dinero que sale de otros países, el marco excesivamente fuerte reduce el ritmo de crecimiento de la economía alemana y hace bajar las exportaciones y el empleo.

Para Alemania la principal preocupación respecto a su competitividad se relaciona no tanto con el valor del dólar, sino con el de las divisas europeas, pues 70% de las exportaciones germanas van a países europeos y menos de 10% a Estados Unidos. Por ejemplo, en abril de 1995 la lira había caído 20% frente al marco, lo que hacía que las exportaciones alemanas a Italia no fueran en absoluto competitivas.

El bloque asiático y el yen

Japón, por su enorme potencial en términos de producción y mercado, desempeña un papel cada vez más decisivo en el nuevo escenario mundial, en consonancia con ese poderío económico.

No obstante, en ciertos aspectos ese país es el más débil de los tres protagonistas de la economía mundial, tomando en cuenta que por el momento no se avizora la creación en torno suyo de un bloque tan sólido como la Unión Europea (UE), porque no lo de-

⁵²Jeffrey A. Frenkel, "Still the Lingua Franca", en *Foreign Affairs*, vol. 74, núm. 4, julio-agosto de 1995, p. 12, cita a Lawrence B. Lindsey, alto funcionario del Fed que estimó los beneficios que esa institución derivó del señoreaje entre 1981 y 1994 en 64 000 millones de dólares. Otros cálculos sugieren que Estados Unidos derivó alrededor de 12 000 millones de dólares anuales de señoreaje sobre las tenencias extranjeras de dólares, estimadas conservadoramente en 60% del total de dólares en circulación.

sea y porque además su territorio carece de combustibles y de otras materias primas indispensables, lo cual lo hace más dependiente del resto del mundo, en comparación con las otras potencias económicas, en especial con Estados Unidos.

Según declaraciones del propio gobierno nipón, Japón amplía sus relaciones económicas y aumenta sus inversiones en los países asiáticos, pero no tiene intenciones de establecer vínculos como los que se dan en la Unión Europea. Ese país insiste en sus propósitos de incrementar sus relaciones económicas dentro del régimen de libre comercio de la Organización Mundial de Comercio (OMC) y considera que mantener ese sistema contribuirá al desarrollo de la economía global.

Por ello, si bien Japón ve el sureste asiático como su esfera natural de influencia –de la misma manera que Estados Unidos hace lo propio con América Latina y el Caribe– el gobierno nipón se resiste a manifestar apoyo a una iniciativa de grupo que, por lo demás, Estados Unidos no contempla con buenos ojos: ante el surgimiento de bloques económicos en Europa y Norteamérica, los países del sureste asiático, orientados a la exportación y agrupados en la Asociación de Naciones del Sureste de Asia (ASEAN),⁵³ temerosos de ser dejados al margen en un mundo en el que continentes enteros quizá restrinjan el acceso a sus mercados, analizan las ventajas de formar una red comercial asiática –que en principio excluiría a Estados Unidos– dirigida por Japón, la fuerza dominante en la zona desde hace años.

Aunque se menciona que la nueva economía del área asiática podría incluir parte del norte de China, Corea del Norte y el oriente de la Unión Soviética, es poco probable que eso cristalice, porque a pesar de la creciente importancia de los vínculos de Japón con los países asiáticos, su relación con Estados Unidos sigue siendo esencial en su política internacional, del mismo modo que para Estados Unidos es esencial su relación con Japón. Esto da idea de la diversidad y complejidad del papel internacional de este último país.

⁵³ A sus miembros originales: Indonesia, Tailandia, Singapur, Malasia, Brunei y Filipinas se sumaron Vietnam, Laos y Birmania, que ingresaron en 1997 en medio de una crisis financiera en la región al celebrar la ASEAN su 30o. Aniversario.

Por su parte, la Organización de la Cuenca del Pacífico parece estar un poco a la expectativa de lo que ocurra en Europa y en América del Norte; siendo así, no se sabe a ciencia cierta cuál será su evolución ni si, de manera paralela –o incluso alternativa– surgirá una “cuenca asiática” a la manera sugerida por la ASEAN.

El bloque asiático que se perfila alrededor de Japón –mediante sus relaciones comerciales, sus inversiones y la ayuda que concede a las economías más dinámicas de la zona–⁵⁴ es el más reducido de los tres, aunque al mismo tiempo es el de crecimiento más acelerado. Se calcula que a este bloque correspondería en el futuro 15% del PIB mundial, en comparación con 25% de la Unión Europea y otro tanto para Norteamérica.

De la misma manera que no se percibe en breve la constitución de un bloque económico asiático –con características similares a las de la Unión Europea–, tampoco está claro el surgimiento de una zona yen, esto es, que en el corto o mediano plazo la divisa japonesa llegue a desempeñar una función tan trascendente como la del marco alemán en Europa.

Empero, algunas publicaciones hablan ya de un bloque del yen, refiriéndose a seis de los países con más rápido crecimiento en el área: Taiwan, Hong Kong, Tailandia, Malasia, Singapur e Indonesia; los cuales, según se afirma, generaron en 1991 más crecimiento económico real que la Unión Europea o que las economías combinadas de Norteamérica.⁵⁵

Los bancos japoneses han promovido el uso del yen y éste se utiliza cada vez más como moneda internacional; a pesar de ello, su papel no es tan destacado como cabría esperar a la luz de los brillantes logros económicos de Japón, algo opacados tras la recesión iniciada en 1992. A mediano y largo plazos sin embargo, existe la certeza de que el yen adquirirá mayor categoría.

⁵⁴En 1990, pese a los problemas internos, por decimocuarto año consecutivo, las compañías japonesas superaron la inversión estadounidense en las economías de más rápido crecimiento en la zona, en algunos países hasta en proporción de diez a uno. De 1985 a 1990, Japón invirtió 26 800 millones de dólares en las ocho economías de más rápido crecimiento de Asia (en comparación con 7 400 millones de dólares por parte de Estados Unidos); esto además de la cuantiosa ayuda oficial al desarrollo canalizada por el gobierno japonés. (Bill Powell, Sayonara America, *Newsweek, The International Newsmagazine*, vol. CXVIII, núm. 6, 5 de agosto de 1991, p. 15.)

⁵⁵*Ibidem*, p. 14.

La utilización del yen ha aumentado desde que Japón empezó a mostrar cuantiosos superávits en su balanza en cuenta corriente. Por otra parte, desde 1987 el nivel de sus reservas monetarias internacionales es el más elevado del mundo. En 1989, sus residentes habían acumulado activos externos netos por 290 000 millones de dólares, en comparación con un promedio de 30 000 millones de dólares en la primera mitad de los años ochenta. En esa década, las salidas netas de capital a largo plazo se financiaron en parte mediante la afluencia de capital a corto plazo, lo que refleja el gran papel que desempeña el país como intermediario financiero internacional.⁵⁶

El uso del yen ha sido estimulado por factores semejantes a los apuntados en el caso del marco alemán:

-La baja tasa de inflación registrada en Japón y el hecho de que la política monetaria del país adquirió credibilidad en el nivel internacional.

-La liberalización de los mercados financieros japoneses y la eliminación de los controles a las corrientes de capital.

-El aumento de la proporción de la exportación mundial correspondiente a Japón; la gran participación de los productos manufacturados especializados en la exportación japonesa y el incremento de la relación entre la exportación de Japón a los países subdesarrollados de Asia y la exportación total japonesa.⁵⁷

De más está decir que en Nueva York, Londres y Tokio, los tres principales centros financieros del mundo, la moneda predominante que se comercializa en los mercados interbancarios de divisas sigue siendo el dólar estadounidense; no obstante, entre 1980 y 1989 la proporción correspondiente al yen aumentó en Nueva York de 5 a 12%, lo cual revela el ascenso de la importancia del yen como unidad de cuenta y como medio de cambio.

Otro indicador es su utilización por parte de los bancos centrales para intervenir en los mercados de divisas. El marco alemán

⁵⁶ George Tavlas y Yuzumu Ozeki, *The Japanese Yen As An International Currency*, Occasional Paper 90, FMI, Washington, enero de 1992, 56 págs.

⁵⁷ *Ibidem*, pp. 7-16.

y el dólar son las principales monedas de intervención en el SME; no obstante, el uso del yen con esos fines por parte de las autoridades monetarias estadounidenses, aumentó de 12% en los primeros años de la década de los ochenta, a 40% al final de la misma.

Lo más determinante para la existencia de una zona yen sería su amplio uso para transacciones internacionales en un área. Al respecto, se advierte que su utilización comercial y financiera por parte de los países asiáticos ha aumentado de manera considerable. La proporción de la deuda denominada en yenes para esos países aumentó casi 100% en la década de los ochenta, llegando en 1989 a cerca de 40%, con lo cual el yen desplazó al dólar como principal moneda de denominación de la deuda en Asia.

En los cuadros 13, 14 y 15, que aparecen páginas atrás en la sección dedicada al marco alemán, pueden encontrarse los datos correspondientes a Japón como exportador mundial, la proporción del yen en las tenencias oficiales de divisas y el peso creciente del mismo en la canasta que se utiliza para calcular el valor del DEG. De allí se desprende, como en el caso de la divisa germana, la trascendencia de Japón y de su moneda en el nivel internacional.

Puede afirmarse entonces que el yen cumplirá una función cada vez más significativa continental y mundialmente, pues de hecho están presentes factores que hacen de él una moneda internacional, fundamentalmente la creciente proporción del comercio mundial que corresponde a Japón y el papel de éste como intermediario financiero y principal acreedor internacional.

En 1989, todavía la mitad de las reservas de los países de Asia se denominaban en dólares, 18% en yenes y 15% en marcos alemanes. En contraste, 25% de las reservas de los países europeos se denomina en marcos y sólo 5% en yenes.⁵⁸

Estas circunstancias determinan que por el momento parezca aún desdibujada la posibilidad de que surja en un plazo más o menos corto un área yen, a semejanza del área dólar.

Algunos autores argumentan que la posición de un país como exportador neto de capital es un determinante fundamental para el uso internacional de su divisa; grandes y persistentes superávits en

⁵⁸ *Ibidem*, p. 40.

cuenta corriente, acompañados de salidas de capital, supuestamente alientan la internacionalización de una moneda. Este modelo superávit/salidas de capital, se ha citado como explicación del creciente uso del yen y del marco como divisas internacionales. Sin embargo, la explicación es inconsistente con el hecho de que Estados Unidos ha registrado enormes déficit en cuenta corriente por muchos años y el dólar sigue siendo la moneda internacional dominante, aunque en menor medida que en el pasado.

De lo dicho en páginas anteriores, se deduce que el elemento común que determina el carácter internacional de las divisas de Alemania, Japón y Estados Unidos, no es la posición en cuenta corriente de cada uno de estos países, que puede ser superavitaria o deficitaria, sino el que los tres son grandes exportadores de mercancías, una proporción considerable de sus exportaciones van a los países subdesarrollados y consisten en productos manufacturados diferenciados.⁵⁹

Desde luego, Alemania y Japón han estado registrando superávit en cuenta corriente y con ello ha surgido la pregunta de si habrá suficientes yenes y marcos (y activos denominados en ellos) para usarse como divisas internacionales.

Esta preocupación surge por el recuerdo del problema de la escasez de dólares poco después del final de la segunda guerra mundial, cuando persistentes superávit en cuenta corriente de Estados Unidos se asociaban con una demanda excesiva de dólares al tipo de cambio entonces en vigor. Sin embargo, los dos casos son muy distintos. La escasez de dólares se enfrentó con una variedad de instrumentos, incluyendo medidas por parte de Estados Unidos para estimular las importaciones, restricciones en la mayoría de los otros países sobre las transacciones en divisas y devaluaciones ocasionales. En contraste actualmente, con la gran movilidad del capital y los tipos de cambio flexibles, la posibilidad de una escasez de divisas es casi imposible.

⁵⁹George S. Tavlas, "International Use of Currencies: The Deutsche Mark", en *Functioning...*, *op. cit.*, pp. 806-849.



M edidas para enfrentar las crisis financieras

● Introducción

El *crack* de los mercados accionarios en 1987, las crisis del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (1992-1993), el desplome del mercado de bonos en los países industriales en 1994,¹ la ruina financiera de México a partir de diciembre de ese mismo año, el derrumbe de Barings International² y la caída del dólar en el primer semestre de 1995, finalmente hicieron reaccionar a los gobiernos y a los dirigentes de las instituciones internacionales, sobre la necesidad de idear formas de evitar la repetición y agravamiento de ese tipo de fenómenos. Des-

¹A finales de 1992, cuando la tasa de fondos federales había descendido hasta 3%, los bonos a largo plazo tenían un rendimiento de más de 7.5%. Esa amplia diferencia incitó a bancos, comerciantes en valores, fondos de cobertura e individuos a pedir prestados fondos a corto plazo para comprar valores a largo plazo. Este "apalancamiento" resultó desastroso cuando en 1994 las tasas de interés a corto plazo empezaron a ascender. Pero el mercado de bonos no sólo se vio afectado por las elevaciones en las tasas de interés: los acontecimientos en México perjudicaron a los mercados emergentes; las declaraciones de Mickey Kantor en el sentido de que Estados Unidos no deseaba un dólar fuerte, fueron una causa indirecta de la venta de bonos estadounidenses por parte de inversionistas extranjeros que temieron pérdidas en divisas y valores declinantes en los bonos. Sobre el tema puede consultarse a Al Ehrbar, "The Great Bond Market Massacre", *Fortune*, publicación quincenal de *Time*, vol. 130, núm. 8, Nueva York, 17 de octubre de 1994, p. 77.

²El jefe de las transacciones en futuros de la oficina en Singapur del banco británico Barings PLC, Nicholas Leeson, incurrió en pérdidas que ascendieron a 1,300 millones de dólares (1.3 billones en Estados Unidos), sobre los mercados de futuros asiáticos. Ante tal hecho, el Banco de Inglaterra obligó a la casa de valores -con 233 años de antigüedad- a declararse en quiebra. Este episodio fue uno más de los debidos al billón y medio de dólares en dinero de los fondos mutuos estadounidenses que a principios de los años noventa se movía alrededor del mundo. Había tanto dinero disponible y las ganancias eran tan altas que muchos inversionistas olvidaron protegerse contra riesgos.

de años antes se hablaba de ello,³ pero sólo a partir de la segunda mitad de los noventa, puede decirse que en realidad se está trabajando al respecto.

A lo largo de este trabajo se ha podido advertir que una de las características más importantes del actual panorama económico mundial es la creciente importancia del mercado internacional de capitales, en el cual los residentes de distintos países comercian activos, esto es, acciones y bonos de diferentes países, así como depósitos bancarios denominados en distintas monedas. Compradores y vendedores de activos se ponen en contacto por medio de instituciones especializadas: bancos comerciales, grandes empresas, instituciones financieras no bancarias,⁴ bancos centrales y otras instituciones públicas.

El "núcleo del sistema financiero internacional" está constituido por el mercado global de divisas, en el cual tiene lugar el intercambio monetario internacional; según datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), en abril de 1995 las operaciones de compra y venta de divisas ascendía a 1.2 billones de dólares diarios, más del doble que en 1989 (590 000 millones de dólares).

A las operaciones que tienen lugar en el mercado internacional de capitales se les califica de "comercio intertemporal", pues los

³En los años ochenta, a raíz de que surgió el problema de la deuda; en la segunda posguerra los países subdesarrollados se endeudaron respecto a los países más ricos y acumularon una enorme deuda frente al resto del mundo; una pérdida generalizada de la confianza en el pago de esa deuda dio inicio en 1982 a una crisis en los préstamos internacionales que aunque atenuada aún subsiste. Posteriormente otros acontecimientos sembraron inquietud en el mundo financiero: el derrumbe del Banco Ambrosiano (1982), que ejemplificó claramente cómo los vínculos a través de las fronteras entre instituciones financieras, pueden evitar el control de un banco y desatar una crisis financiera; en 1991 se presentó el caso del Banco de Crédito y Comercio Internacional, que hizo comprender cómo un banco transnacional, carente de ética, puede evadir las legislaciones nacionales y defraudar a sus depositantes y accionistas.

⁴Bancos de inversión, compañías aseguradoras, fondos de pensiones, mutualidades. Respecto a estas últimas cabe destacar que en 1980 existían en Estados Unidos 564 fondos mutuales, en 1995 su número era diez veces mayor. Por la debilidad del sistema bancario estadounidense, las mutualidades se han convertido en la principal fuente de capital para las empresas del país. En cuanto a los particulares, en 1980 6% de ellos tenía inversiones en alguna mutualidad; en 1995, el porcentaje había aumentado a 33%. Los principales activos de un fondo mutual son los valores primarios (acciones y bonos) de otras compañías, contra las cuales ellos emiten sus propias acciones (acciones secundarias), las cuales son adquiridas por el público.

participantes intercambian dinero presente por promesas de pago en el futuro.

Las actividades del mercado internacional de capitales –que vincula los mercados de cada uno de los países individuales– tienen lugar en una red de centros financieros mundiales unidos por sofisticados sistemas de comunicación que funcionan las 24 horas del día, permitiendo así operaciones en valores que tienen lugar casi instantáneamente, en un mercado verdaderamente global.

Lo anterior, unido a la desregulación de los mercados financieros internos y a la liberalización de los flujos de capital internacionales, ha traído consigo un crecimiento explosivo de los mercados de capital, un enorme alcance del poder de decisión de los inversionistas internacionales y, merced a las “mejoras impredecibles que proporciona la ingeniería financiera”,⁵ la aparición de nuevos instrumentos financieros y de nuevas técnicas de cotización y de manejo del riesgo; todo ello ha erosionado la soberanía nacional, al limitar la capacidad de los gobiernos para defender el interés de sus respectivos pueblos.

Los acontecimientos macroeconómicos tienen profunda influencia en la cotización de los valores. Del mismo modo, grandes cambios en los precios de los valores (como el ocurrido el “lunes negro” de octubre de 1987), tienen fuertes repercusiones en la macroeconomía. Siendo así, puede decirse de manera coloquial, que “todo afecta a todo lo demás”.

La creciente integración de los mercados financieros y los avances en las comunicaciones a que se ha hecho referencia, determinan que las crisis financieras rebasen fácilmente las fronteras y se extiendan a otros países.

⁵Peter Newman, Murray Milgate y John Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The MacMillan Press, Limited, Londres, The Stockton Press, Nueva York, 1994. Esta obra lista casi 100 tipos de valores e identifica 10 características de ellos: reducción de riesgos; reducción de costos de transacción; asimetrías fiscales; cambios legales; nivel o volatilidad de las tasas de interés, precios y tipos de cambio; beneficios contables; factores técnicos y otros. En todos los países existen entre 20 000 y 30 000 empresas listadas y entre 40 000 y 100 000 valores listados. Se listan sólo los valores que son negociados regularmente en los mercados competitivos. Sobre el tema puede consultarse también a Miller, M. H. “Financial innovation: the last twenty years and the next”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, núm. 21, 1986, pp. 459-471.

Acontecimientos políticos y percepciones económicas, se combinan con la nueva capacidad tecnológica de movilizar electrónicamente billones de dólares, produciendo enormes pérdidas o ganancias en los mercados de capital. Millones de transacciones individuales modifican los precios de los instrumentos financieros, hacen que diferentes clases de éstos aparezcan y desaparezcan, crean y destruyen fortunas, y lo más grave, producen serios quebrantos financieros que pueden arruinar la economía de los países cuando se registran abruptas salidas de capital.

Existen tres amplias clases de instrumentos financieros:

1. Valores.⁶
2. Opciones.
3. Futuros.

En los cuadros 16 al 19 se presentan datos referentes al financiamiento en los mercados de capital y a las emisiones de bonos.

Por su carácter especulativo que los hace sumamente desestabilizadores y peligrosos y por el gran desarrollo que han tenido a últimas fechas, se ha considerado útil dedicar cierto espacio a las opciones y futuros, conocidos más comúnmente como instrumentos financieros derivados o simplemente derivados.

Se les define como transacciones basadas no en la compra de acciones, bonos u otros valores sino en la apuesta sobre el precio que en el futuro tendrán alguna materia prima, el tipo de cambio de determinada divisa, el índice de un mercado de valores, las tasas de interés bancarias, u otros índices o indicadores. En otras palabras, los derivados son contratos cuyo valor deriva del valor de otros activos financieros,⁷ a los que se da el nombre de "valores de referencia" o "activos relacionados".

⁶ Básicamente acciones corporativas y bonos de diferente tipo emitidos por las grandes empresas y por los gobiernos; las agencias gubernamentales de todos los niveles son las principales emisoras de bonos, debido a que los crecientes déficit presupuestales se financian por medio de la emisión de deuda pública.

⁷ Sobre el tema de los instrumentos derivados puede consultarse a Rodríguez de Castro, *Productos Financieros Derivados*, Limusa-Bolsa Mexicana de Valores y la Ciencia de la Dirección, México, 1995. Los capítulos sobre opciones y futuros en Hendrik S. Houthakker, y Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, Nueva York, 1996, 361 pp. Hull, John C., *Introducción a los mercados de futuros y*

CUADRO 16

FINANCIAMIENTO EN LOS MERCADOS DE CAPITAL INTERNACIONALES POR TIPO DE INSTRUMENTO
(Miles de millones dólares y porcentajes)

Tipo de instrumento	1992		1994		1995		1996	
	mmd	%	mmd	%	mmd	%	mmd	%
Valores y facilidades								
suscritas	481.80	79.00	714.70	73.89	882.30	68.70	1 116.20	71.01
Bonos	333.70	54.70	428.60	44.32	467.30	36.39	710.60	45.20
Straight	265.10	43.40	290.61	30.03	353.12	27.50	465.28	29.60
FRNS	43.80	7.20	96.96	10.02	78.28	6.09	165.07	10.50
Bonos cupón cero	3.10	0.50	5.52	0.61	8.32	0.65	9.70	0.62
Otros bonos	0.50	0.10	4.23	0.41	8.32	0.65	34.34	2.18
Bonos convertibles	5.40	0.90	21.58	2.23	12.84	1.00	26.75	1.70
B. con garantía								
accionaria	15.80	2.60	9.70	1.02	6.42	0.50	9.46	0.60
Acciones	23.80	3.90	45.00	4.65	41.00	3.19	57.70	3.67
Préstamos sindicados	117.70	19.30	236.20	24.41	370.20	28.82	343.40	21.85
Otros	1.10	4.90	0.51	3.80	0.30	4.50	0.29	6.70
Facilidades no suscritas	127.90	21.00	252.90	26.11	402.00	31.30	455.60	28.99
ECPP	28.90	4.80	30.80	3.17	55.90	4.35	80.60	5.13
MTENP	99.00	16.20	222.10	22.94	346.10	26.95	375.00	23.86
Total	609.70	100.00	967.60	100.00	1 284.30	100.00	1 571.80	100.00

Fuente: *Financial Market Trends*, OCDE, núm. 66, marzo de 1977.

Nota: véase el anexo de este capítulo, p. 283.

CUADRO 17
 FINANCIAMIENTO EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES
 DE CAPITAL POR PRINCIPALES PRESTATARIOS
 (Miles de millones de dólares y porcentajes)

Prestatarios	1992		1994		1995		1996	
	mmd	%	mmd	%	mmd	%	mmd	%
OCDE	553.50	90.80	867.10	89.60	1 175.10	91.50	1 390.10	88.40
Estados Unidos	95.00	15.58	202.60	20.94	355.00	27.65	404.80	25.76
RFA	28.40	4.66	83.70	8.65	141.60	11.02	177.50	11.29
Reino Unido	70.90	11.63	77.40	8.00	87.20	6.79	116.50	7.41
Francia	42.50	6.97	62.70	6.48	46.20	3.60	89.30	5.68
Japón	75.50	12.38	74.20	7.67	121.40	9.45	85.10	5.41
Canadá	30.20	4.95	39.10	4.04	37.10	2.89	43.80	2.79
Australia	14.70	2.41	23.40	2.42	19.90	1.55	35.10	2.23
Italia	15.10	2.48	28.00	2.89	32.31	2.51	29.90	1.90
Estos ocho países	372.30	61.06	591.10	61.09	840.50	65.44	982.00	62.47
Resto de la OCDE	181.20	29.74	276.00	28.51	334.60	26.06	408.10	25.93
No miembros de la OCDE	33.70	5.50	80.50	8.30	91.20	7.10	130.30	8.30
Instit. Intls. de Desarrollo	22.50	3.70	20.00	2.10	18.00	1.40	51.40	3.30
Total	609.70	100.00	967.60	100.00	1 284.30	100.00	1 571.80	100.00

Fuente: *Financial Market Trends*, OCDE, núm. 66, marzo de 1997.

CUADRO 18
EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES
(Miles de millones de dólares y porcentajes)

Prestatarios	1992		1994		1995		1996	
	mmd	%	mmd	%	mmd	%	mmd	%
Países de la OCDE	304.20	91.16	380.00	88.66	419.70	89.81	620.10	87.26
Estados Unidos	17.60	5.28	45.60	10.64	73.50	15.73	129.00	18.15
RFA	20.20	6.05	45.90	10.71	71.90	15.39	111.50	15.69
Reino Unido	33.80	10.13	32.80	7.65	26.70	5.71	53.40	7.51
Japón	56.20	16.84	38.60	9.01	38.80	.30	44.20	6.22
Estos 4 países	127.80	38.30	162.90	38.01	210.90	45.13	338.10	47.57
Francia	32.70	9.80	32.40	7.56	24.70	5.28	34.80	4.90
Países Bajos	6.00	1.80	19.30	4.50	19.80	4.24	26.20	3.69
Suecia	13.30	3.99	21.90	5.11	21.50	4.60	22.80	3.21
Canadá	23.10	6.92	23.50	5.48	15.00	3.21	22.10	3.11
Australia	4.80	1.43	12.10	2.82	10.50	2.25	19.90	2.80
México	2.90	0.87	6.50	1.52	6.20	1.33	19.70	2.77
Estos 10 países	210.60	63.11	278.60	65.00	308.60	66.04	483.60	68.05
Resto de la OCDE	93.60	28.05	101.40	23.66	111.10	23.77	136.50	19.21
Países fuera de la OCDE	9.60	2.87	36.50	8.52	29.90	6.40	65.60	9.23
Argentina	1.50	0.45	5.10	1.19	5.30	1.13	13.70	1.93
Brasil	2.80	0.84	3.80	0.89	6.30	1.35	12.80	1.80
Otros fuera de la OCDE	5.30	1.58	27.60	6.44	18.30	3.92	39.10	5.50
Inst. Intl. de Desarrollo	19.90	5.97	12.10	2.82	17.70	3.79	24.90	3.51
Total	333.70	100.00	428.60	100.00	467.30	100.00	710.60	100.00

Fuente: *Financial Market Trends*, OCDE, núm. 66, marzo de 1977.

CUADRO 19
EMISIONES DE BONOS POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
(Millones de dólares y porcentajes)

Regiones y países	1993		1994		1995	
	<i>mdd</i>	%	<i>mdd</i>	%	<i>mdd</i>	%
Asia	21 998	35.10	29 898	52.65	25 307	43.68
Corea	5 962	9.51	6 483	11.42	11 037	19.05
Hong-Kong	7 472	11.92	6 796	11.97	2 935	5.07
Malasia	958	1.53	2 345	4.13	2 594	4.48
Indonesia	510	0.81	2 246	3.95	2 299	3.97
Tailandia	2 335	3.73	3 527	6.21	2 265	3.91
China	2 852	4.55	3 652	6.43	1 433	2.47
Estos 6 países	20 089	32.05	25 049	44.11	22 563	38.95
Hemisferio Occidental	28 794	45.94	18 240	32.12	23 396	40.38
México	11 338	18.09	6 949	12.24	7 646	13.20
Brasil	6 465	10.32	3 998	7.04	7 041	12.15
Argentina	6 308	10.06	5 319	9.37	6 354	10.96
Estos 3 países	24 111	38.47	16 266	28.65	21 041	36.31

Europa	9 658	15.41	3 543	6.24	6 583	11.36
Hungria	4 801	7.66	1 729	3.05	3 311	5.71
Turquía	3 922	6.26	860	1.51	2 479	4.28
éstos 2 países	8 723	13.92	2 589	4.56	5 790	9.99
Medio Oriente	2 052	3.28	2 993	5.27	710	1.22
Israel	2 052	3.28	2 313	4.07	250	0.43
África	170	0.27	2 116	3.72	1 947	3.36
Sudáfrica	1 838	3.24	1 219	2.10		
Total de estas regiones	62 672	100.00	56 790	100.00	57 943	100.00
Emisiones totales de bonos	500 135		462 447		501 660	
Participación de los países subdesarrollados en las emisiones totales (%)	12.53		12.28		11.55	

Fuente: Ito Takatoshi y David Folkerts-Landau, *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*, FMI, Washington, septiembre de 1996.

Los derivados accionarios tuvieron mucho que ver en el *crack* bursátil de 1987 y desde entonces su número se ha multiplicado varias veces. Entre finales de 1986 y fines de 1995, el monto hipotético total del principal, esto es, el número por el que se multiplican las tasas de interés o los tipos de cambio en un contrato de instrumentos derivados para calcular el monto de la liquidación de los contratos de instrumentos derivados negociados en bolsa, se ha multiplicado casi quince veces: de 618 300 millones de dólares a 9.2 billones de dólares (trillones en Estados Unidos) (véase cuadro 20).

El caso de los instrumentos derivados extrabursátiles es más alarmante, pues no se registran en los balances y facilitan enormemente el apalancamiento, esto es, que las empresas amplíen sus actividades endeudándose. En 1995 el monto de estos instrumentos (18 billones de dólares) era casi el doble que el de los negociados en bolsa (9.2 billones). Entre 1990 y 1995, los derivados extrabursátiles crecieron 5.2 veces (de 3.45 billones a 18 billones de dólares), mientras que los negociados en bolsa se multiplicaron por 4 (de 2.3 billones a 9.2 billones de dólares).⁸

Vale la pena mencionar los principales mercados en que se negocian los instrumentos derivados. En 1986, casi el 84% se negociaba en mercados de Norteamérica. En 1995 existía ya una mayor diversificación, pues ese porcentaje se había reducido a 53% y en cambio los mercados de Europa y de la región Asia-Pacífico tenían ya una importante participación (24.4 y 21.7%, respectivamente). Estos datos corresponden únicamente a los derivados negociados en bolsa.

La proliferación de derivados ha ayudado a vincular los mercados nacionales haciendo más fácil aprovechar las diferencias de

opciones, Prentice Hall, Madrid, 1995, 484 pp.; y De la Torre, Antonio, *Operaciones de permuta financiera (swaps)*, Editorial Ariel, Barcelona, 1996, 251 pp.

⁸Ito Takatoshi y David Folkerts-Landau, *International Capital Markets. Developments, Perspectives and Policy Issues*, FMI, Washington, 1996, 182 pp. No todos los instrumentos financieros se negocian en mercados centralizados como las bolsas de valores, sino también en lo que se conoce como *mercado de mostrador (over the counter market, OTC)*, que no tiene un lugar de comercialización establecido. En Estados Unidos las actividades que se realizan en el OTC son controladas, al menos en parte, por la National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ).

CUADRO 20

CRECIMIENTO DE LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	1986		1995	
	mmd	%	mmd	%
Futuros sobre tasas de interés	370.00	59.85	5 863.30	63.84
Opciones sobre tasas de interés	146.50	23.70	2 741.60	29.85
Futuros sobre divisas	10.20	1.65	37.90	0.41
Opciones sobre divisas	39.20	6.34	43.20	0.47
Futuros sobre índices bursátiles	14.50	2.35	172.20	1.87
Opciones sobre índices bursátiles	37.80	6.11	326.90	3.56
Total negociables en bolsa	618.20	518.10	9 185.10	100.00
Norteamérica	518.10	83.81	4 847.20	52.77
Europa	13.10	2.12	2 241.20	24.40
Asia-Pacífico	87.00	14.07	1 990.10	21.67
Otros			106.60	1.16
Total de instrum. extrabursátiles	n.d.		17 990.00	

Nota: los instrumentos derivados extrabursátiles consisten básicamente en *swaps* de tasas de interés, *swaps* de divisas, contratos con tope mínimo de interés, contratos con tope máximo de interés, contratos con tope máximo y mínimo de interés y opciones sobre *swaps*.

Fuente: David Folkerts-Landau y Ito Takatoshi, *International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy Issues*, FMI, Washington, agosto de 1995 y septiembre de 1996.

precios entre una gran variedad de instrumentos financieros. Quienes participan en los mercados de capital, integran sus carteras, es decir, el conjunto de sus activos, atendiendo tanto al rendimiento como al riesgo. La función más importante del mercado internacional de capitales es precisamente hacer posible una gran diversificación en las carteras de valores.

Algunos especialistas afirman que más que un riesgo, los derivados constituyen una oportunidad de disminuirlo, al permitir protegerse ante los movimientos en los precios de los diferentes mercados.

Consideran que los mercados financieros reflejan las percepciones de riesgo y beneficio no de un solo cerebro sino de millones de inversionistas individuales: fondos de pensión, bancos, fondos compensatorios, individuos, compradores de casas y pensionados. Hacen notar también los enormes beneficios que proporciona el mercado global al reunir a los abastecedores y a los usua-

rios de capital más importantes del mundo, libres de la intromisión de los gobiernos, lo que permite proporcionar las mejores oportunidades a los ahorradores y los menores costos a los deudores. Al concentrar y procesar información, dicho mercado se convierte en el mecanismo que establece el precio del capital y que asigna éste a los usos más redituables.

Quienes juzgan conveniente la existencia de estos instrumentos, hacen hincapié en que el problema no son los *derivados* en sí, sino la forma en que están siendo utilizados. Ellos encuentran la razón de la caída del dólar o de la crisis del peso mexicano, en los desequilibrios económicos y en los errores de política económica, no en los instrumentos *derivados*, los cuales, en opinión de sus defensores, están siendo satanizados.

Se habla de que la economía mundial en su conjunto se ve enormemente beneficiada con los mercados de instrumentos derivados, pues el capital fluye así de los países desarrollados, ricos en capital, a las naciones emergentes, ricas en oportunidades. Los futuros, *swaps* y opciones ayudan a manejar el riesgo financiero más eficientemente, pues tanto las carteras como la composición del riesgo se pueden modificar con gran rapidez. Supuestamente a largo plazo el resultado debe ser mayor inversión y mayor crecimiento.

Pero nótese que los fines a los que se aplica el capital son los más rentables para los inversionistas, no los más productivos para el desarrollo económico de los diferentes países. De este modo la especulación determina que las cuestiones financieras predominen sobre los aspectos económicos y sociales. El capital financiero, con plena libertad de circulación, en busca exclusivamente de ganancias, atenta seriamente contra el desarrollo, al subordinar el capital productivo, el esfuerzo en la producción de bienes y servicios. Los mercados financieros, haciendo caso omiso de los fundamentos económicos y ajenos a las inquietudes sociales, castigan a las naciones cuyas políticas juzgan inadecuadas.

El ahorro externo que podría al menos contribuir al desarrollo como inversión directa, acompañada de creación de empleos, de laición. Las inversiones mundialmente están superando al valor de las transacciones comerciales globales: "En 1992, la inversión mundial en todos los mercados ascendía a más de 5 billones de

dólares, comparados con cuatro billones del comercio internacional.⁹

No puede haber estabilidad en los tipos de cambio –y en la economía mundial en general– mientras estén presentes esos gigantescos desequilibrios entre el comercio y la inversión.

Como lo están demostrando las dramáticas fluctuaciones cambiarias, a medida que aumente la integración de los mercados, éstos desempeñarán un papel cada vez más determinante en el establecimiento de los tipos de cambio y de las tasas de interés, invalidando las políticas monetaria y fiscal nacionales. Esto ya empieza a advertirse: alrededor de 85% de las 500 principales empresas estadounidenses listadas por *Fortune*, hace algún uso de los derivados para aislarse de las oscilaciones en las tasas de interés y en las monedas. El grueso de estos contratos son sobre tasas de interés (en 1986 el 83.5%, y en 1995 el 93.7% de los instrumentos negociables en bolsa, cuadro 21), y se considera que *conforme el uso de los derivados continúe extendiéndose, los cambios en las tasas de interés afectarán cada vez menos a la economía.*

De este modo, los gobiernos casi han perdido los instrumentos que por años les permitieron regular sus economías: impuestos, gasto público, tasas de interés, y los controles sobre el crédito, el tipo de cambio y los movimientos de capital.

Empero, hay especialistas que consideran esto positivo: Richard O Brien, economista en Global Business Network –grupo de consultoría internacional– explica que el poder de los gobiernos sobre sus economías se ha basado en su capacidad para gravar, para imprimir dinero y para pedir prestado. En un mercado liberalizado y globalizado esas actividades se ven muy limitadas: si se grava fuertemente a las empresas, éstas se instalarán en países con impuestos más bajos; si se pide prestado imprudentemente o se permite que se eleve la inflación, se invertirá en una divisa distinta.¹⁰

Por su parte, funcionarios gubernamentales y de instituciones internacionales que ven un peligro en el creciente uso de los derivados, insisten en la necesidad de que exista una información oportuna y exacta acerca del comercio en esos instrumentos, los cuales no se ciñen a las normas contables.

⁹Felix Rohatyn, *The New York Review of Books*, 14 de julio de 1994.

¹⁰*The Economist*, 23 de octubre de 1995.

CUADRO 21

MONTO HIPOTÉTICO TOTAL DEL PRINCIPAL DE LOS SWAPS PENDIENTES DE DIVISAS
Y DE TASAS DE INTERÉS POR DIVISAS
(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	1987		1990		1992		1994	
	mmd	%	mmd	%	mmd	%	mmd	%
<i>Swaps de tasa de interés</i>	682.9	100.00	2 311.50	100.00	3 850.90	100.00	8 815.60	100.00
Interbancarios	206.6	30.26	909.50	39.35	1 880.80	48.54	4 533.90	51.43
Usuario final	476.3	69.74	1 402.00	60.65	1 970.10	51.16	4 281.70	48.57
Dólar de EUA	541.5	79.30	1 272.70	55.06	1 760.20	45.71	3 230.10	36.64
Yen japonés	40.5	5.93	231.90	10.03	706.00	18.33	1 987.40	22.54
Marco alemán	31.6	4.63	193.40	8.37	344.40	8.94	911.70	10.34
Libra esterlina	29.7	4.35	242.10	10.47	294.80	7.66	674.00	7.65
Otras divisas	39.5	5.79	371.50	16.07	745.40	19.36	2 012.40	22.83
<i>Swaps de divisas</i>	182.9	100.00	577.60	100.00	860.50	100.00	915.00	100.00
Interbancarios	35.6	19.42	155.10	26.85	238.90	27.76	211.30	23.09
Usuario final	147.3	80.58	422.50	73.15	621.60	72.24	703.70	76.91
Dólar de EUA	81.30	44.45	214.20	37.08	309.00	35.91	321.60	35.15
Yen japonés	29.90	16.35	122.40	21.19	154.30	17.93	170.00	18.58
Marco alemán	10.70	5.85	36.20	6.27	53.40	6.21	77.00	8.41
Libra esterlina	5.30	2.90	24.50	4.24	40.10	4.66	43.00	4.70
Otras divisas	55.70	30.45	180.30	31.22	303.70	35.29	303.40	33.16
% de incremento		1987-1990		1992-1990		1994-1992		1994-1987
<i>Swaps de t. de int.</i>		238.50		66.60		128.90		1 190.90
<i>Swaps de divisas</i>		215.80		48.98		6.33		400.54

Fuente: Asociación Internacional de *Swaps* e Instrumentos Derivados (ISDA).

Notas: mismas que el cuadro 20, p. 229.

El Acuerdo de Basilea de 1988, formulado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria¹¹ estableció por primera vez un marco internacional para medir el capital regulador y fijar normas de suficiencia de capital. Pero cuando entró en vigor, las normas mínimas establecidas habían sido rebasadas por los cambios producidos en la naturaleza de los servicios bancarios y financieros.

En 1988 los bancos todavía se concentraban en sus funciones tradicionales, el riesgo crediticio era entonces lo importante y se pasó por alto el riesgo de mercado.¹² Además, la mayoría de los nuevos instrumentos derivados extrabursátiles no existían. La desregulación, al alentar el crecimiento de nuevas instituciones e instrumentos financieros, ha hecho que el sector bancario –por medio del cual los bancos centrales han llevado a cabo su política monetaria– se contraiga.

En 1965 los bancos proporcionaban 75% de todo el crédito empresarial a mediano y corto plazo en Estados Unidos; en 1995, en virtud de la valorización –esto es, de la posibilidad que tienen las empresas de pedir prestado directamente al mercado y ya no mediante los bancos– tal porcentaje se había reducido al 50 por ciento.¹³

En vista de la declinación del poder de los bancos centrales, se habla ya de una privatización “de hecho” de la política monetaria.

En la reunión anual del Banco de Pagos Internacionales, BPI, (Basilea, Suiza, junio de 1995), los presidentes de los bancos centrales, analizaron la posibilidad de imponer controles a los movimientos de capital hacia los países emergentes, tras la crisis mexicana que golpeó a esos países y amenazó con afectar también a las naciones industrializadas. Si las llamadas economías emergentes dependieran menos de los capitales especulativos, reducirían el peligro de una salida masiva con consecuencias devastadoras para el tipo de cambio y el sistema financiero del país afectado, además de las posibles repercusiones internacionales.

¹¹ Representa a las autoridades de 12 grandes países y opera bajo los auspicios del Banco de Pagos Internacionales.

¹² Riesgo crediticio es la posibilidad de que una contraparte no cumpla con sus obligaciones. El riesgo de mercado es una pérdida debida a variaciones generales imprevistas en los precios del mercado y en las tasas de interés.

¹³ *The Economist*, *op. cit.*

El presidente del BPI, Wim Duisenberg habló de la necesidad de considerar mecanismos que ayuden a frenar la velocidad de las corrientes de capital a un ritmo que se aproxime a aquel con que pueden ser absorbidas en beneficio de la economía del país respectivo.¹⁴

En suma, ante el poder y magnitud de las corrientes de capital especulativo no bastan los actuales mecanismos protectores del sistema financiero mundial, pues los riesgos operativos y de mercado han cobrado enorme importancia.¹⁵

Esto ha hecho surgir la necesidad de incrementar y mejorar la supervisión de los mercados internacionales de capital para evitar crisis causadas por cambios súbitos en la transferencia de recursos financieros.

Lo anterior induce a pensar en la necesidad de contar con instituciones internacionales que constituyan un marco estable para que los mercados globales funcionen sin producir quebrantos en economías nacionales y en la economía mundial en general. Es por ello que se está reconsiderando el papel de las instituciones financieras internacionales, creadas hace medio siglo para realizar funciones distintas a las que de hecho han estado asumiendo desde hace varios lustros.

De la tarea primordial de reformar la estructura del sistema financiero mundial pretendieron ocuparse varias reuniones¹⁶ efectuadas en los más diversos foros, en las cuales se deliberó –con mayor o menor profundidad, según la índole de sus actividades– sobre la forma en que el FMI y el Banco Mundial, anquilosados tras sus cincuenta años de existencia, podrían adaptarse a las nuevas circunstancias. Se buscaba principalmente minimizar la vulnerabilidad ante los cambios en las corrientes de capital, mejorar los sistemas

¹⁴Sobre el tema de la velocidad de las corrientes de capital puede consultarse a John Charles Pool y Stephen C. Stamos, Jr., *International Economic Policy: Beyond the Trade and Debt Crisis*, Lexington Books, 1989, 143 pp.

¹⁵Riesgo operativo es una pérdida debida a error humano, fraude o falta de controles internos.

¹⁶Para citar sólo algunas: Cumbre mundial sobre desarrollo social (Copenhague, marzo de 1995); reuniones de primavera del FMI (abril de 1995, Washington); reunión anual del Banco de Pagos Internacionales (Basilea, junio de 1995); Junta ministerial de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (mayo de 1995); Foro sobre la Economía Global (Montreal, junio de 1995); Cumbre del G-7 (Halifax, junio de 1995); Grupo de Río (Montevideo, septiembre de 1995); Asamblea Anual del FMI (octubre de 1995).

de alerta anticipada y reformar el sistema monetario y financiero internacional.

● La frustrada reforma del Sistema Financiero Internacional

Pese al antecedente de los cada vez más exiguos resultados derivados de sus juntas anuales, en su *XXI Cumbre* (Halifax, Nueva Escocia, Canadá, del 15 al 17 de junio de 1995) el G-7 volvió a levantar falsas esperanzas al anunciar que precisamente debatirían sobre el futuro de las instituciones internacionales de crédito (fundamentalmente Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial), según los cuestionamientos planteados en su cumbre anterior (Nápoles, Italia, julio de 1994), a saber:

a) ¿Qué hacer para que la economía mundial del siglo XXI pueda ser fuente de desarrollo viable, de prosperidad y de bienestar para los habitantes de sus países y del resto del mundo?

b) ¿Qué instituciones marco serán necesarias para hacer frente a los desafíos del próximo siglo? ¿Cómo adaptar las instituciones actuales y crear otras nuevas para asegurar la prosperidad futura y la seguridad de todos los pueblos?¹⁷

Al concluir la reunión cimera de Halifax, tales cuestionamientos siguieron prácticamente sin respuesta, pues los acuerdos tomados fueron muy pobres, lo cual resulta en verdad lamentable, dada la urgente necesidad de reformar las instituciones mencionadas. El sistema monetario y financiero internacional estaría al borde de la ruina si otro país llegara a necesitar un paquete de rescate como el de México,¹⁸ cuya crisis financiera alertó a la comunidad mundial por la rápida e imprevista reversión de los flujos de capital a corto plazo, por los serios desajustes que estuvo a punto de causar

¹⁷Comunicado de la Cumbre de 1994.

¹⁸50 000 millones de dólares: 17 800 del FMI, 10 000 de Europa, Canadá y Japón (pese a la resistencia de Alemania y Reino Unido que expresaron sus dudas acerca de la conveniencia de este esfuerzo), 20 000 de Estados Unidos. Cabe resaltar que ese dinero permitirá a México sólo hacer frente a sus compromisos de deuda, pero no a sus necesidades de desarrollo.

no sólo en los llamados mercados emergentes sino también en los desarrollados y por la cuantía del paquete de “rescate”.¹⁹

Olvidando que el principal objetivo de su reunión correspondiente a 1995 era reformar las organizaciones de Bretton Woods en función de las realidades de los mercados cambiario y financiero globalizados y en extremo volátiles, el G-7 ofreció un amplio respaldo a esas instituciones, cuyo papel consideró que debe ser reforzado tomando en cuenta que en sus cincuenta años de existencia (según se lee en el Comunicado Final)²⁰ “han sido cruciales para lograr la estabilidad, la prosperidad y la igualdad” (?). El G-7 demandó también una mayor coordinación entre el Fondo, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, la Organización Mundial de Comercio y el Banco Mundial.

Habiendo dado este espaldarazo a ambas instituciones, lo más importante de la reunión resultó ser la adopción de un plan coordinado de cooperación monetaria y financiera internacional para hacer frente –o mejor aún, evitar– dificultades súbitas como la de México.

Aunque se dijo que la crisis mexicana dio el impulso definitivo a la puesta en marcha del propósito de “reformar el sistema financiero mundial”, en realidad meses antes de que se presentara ese problema, en la reunión anual del FMI (Madrid, 1 de octubre de 1994), los ministros del G-24²¹ hicieron ver la necesidad de que el Fondo actuara para reducir la volatilidad en los mercados, supervisando más eficazmente la política económica de los países industriales que afecta a la estabilidad de los mercados internacionales de capital.

También en esa ocasión el G-24 instó al Fondo a acelerar su labor relacionada con la creación de un nuevo servicio financiero a corto plazo y de rápido desembolso, encaminado a prestar asistencia a los países miembros para que pudieran hacer frente a grandes salidas de capital privado, originadas no por desequilibrios

¹⁹ *The Economist*, 16 de junio de 1995.

²⁰ *Boletín del FMI*, 10 de julio de 1995.

²¹ El Grupo de los 24 representa los intereses de los países subdesarrollados de África, Asia y América Latina ante los Comités de Desarrollo (del Banco Mundial) y Provisional (del FMI). Por América Latina participan Argentina, Brasil, Colombia, Guatemala, México, Perú y Venezuela.

fundamentales sino por la especulación repentina en los mercados o factores similares que escaparan a su control.

Por otra parte, en la conmemoración del cincuentenario del Fondo (Madrid, 30 de septiembre de 1994), Jacques de Larosière aseguró que ante la turbulencia de los mercados monetarios, era urgente la creación de un plan internacional para restablecer la estabilidad en los mercados financieros. Manifestó que las organizaciones multilaterales de crédito tenían ante sí el desafío de proteger a los países de los efectos desestabilizadores de los movimientos de capital a corto plazo y de la especulación, de buscar el reforzamiento de los sistemas bancarios para que se adaptaran a los desequilibrios comerciales; de preservar la libertad del comercio internacional y de salvaguardar la autonomía de las políticas monetarias.

En otro capítulo ha quedado dicho cómo las naciones desarrolladas han sido incapaces, hasta el momento, de lograr una mayor coordinación y disciplina internacional tendiente a alcanzar cierta estabilidad del sistema. En la reunión a que se hace referencia en el párrafo anterior, Camdessus señaló la necesidad de ampliar la coordinación a fin de alcanzar cierta estabilidad del sistema; apuntó la conveniencia de crear una institución de vigilancia dotada de poderes suficientes para hacer respetar las reglas del juego globales. Pese a estas declaraciones, en la reunión mencionada no se avanzó en tal sentido.

Los debates al respecto continuaron en la reunión del Comité Provisional del FMI (Washington, abril de 1995), que finalizó con el acuerdo de sus miembros en el sentido de que el Fondo debería estar mejor equipado para resolver –y de preferencia evitar– futuras crisis financieras; sin embargo, estuvieron divididos respecto a la manera de alcanzar ese objetivo. Fue en la Cumbre del G-7 cuando se logró una mayor definición.

Desgraciadamente las propuestas emanadas de esa reunión no parece que puedan ofrecer una verdadera solución, sobre todo por la orientación de las mismas, tendientes como siempre a favorecer al gran capital y en este caso al capital financiero sobre el productivo.

Básicamente, los resultados de la Cumbre de Halifax se redujeron a la creación dentro del FMI de:

1. Un "mecanismo financiero de emergencia".
2. Un sistema de detección para prevenir o controlar futuras crisis financieras.

Mecanismo Financiero de Emergencia (MFE)

Este mecanismo se caracterizará por ser de rápido desembolso pero bajo una condicionalidad muy estricta. El FMI fue duramente criticado durante la crisis mexicana por carecer de instrumentos adecuados para afrontar ese tipo de situaciones.

De las reuniones de abril de 1995 del FMI salió la propuesta adoptada luego por el G-7 en la Cumbre de Halifax, en el sentido de aumentar al doble las cuotas que aportan al Fondo sus 181 países miembros. Como esta medida tomaría de dos a tres años, tiempo durante el cual por su falta de recursos el Fondo quedaría expuesto ante crisis masivas imprevistas, se acordó crear este MFE, cuyos recursos provendrán de los participantes en los Acuerdos Generales de Préstamo (AGP), creados en 1962 para "paliar o hacer frente a un deterioro del Sistema Monetario Internacional".²²

Concretamente se sugirió duplicar los AGP para ser utilizados en "circunstancias excepcionales", esto es, cuando se requieran

²²En un ambiente de preocupación por la falta de liquidez internacional y por lo que entonces se consideraban perturbadores efectos de los movimientos de capital a corto plazo, en diciembre de 1961, los diez principales países industriales y a la vez poseedores de "monedas fuertes", se comprometieron a poner a disposición del FMI, saldos de sus propias monedas hasta por un total equivalente a 6 000 millones de dólares, cuando esa institución lo necesitara; esto es lo que se conoce como los Acuerdos Generales de Préstamo (AGP), en vigor desde el 24 de octubre de 1962 y por un periodo inicial de cuatro años, que ha sido renovado varias veces; la última extiende su vigencia hasta el 26 de diciembre de 1998. Lógicamente el monto de los acuerdos también ha variado. En 1982-1983, los Acuerdos se modificaron en profundidad (debido a la crisis de la deuda y a las tensiones que provocó en el sistema financiero internacional) ampliándose las líneas de crédito e introduciéndose la posibilidad de obtener préstamos para financiar transacciones con países que no son participantes o utilizar los recursos de los AGP respecto de esos países miembros como si fueran países participantes; los criterios para los no participantes son más estrictos. Para enmendar la decisión sobre los AGP es necesario que así lo acuerden todos los participantes y que lo apruebe el Directorio Ejecutivo del Fondo. Los países comprometidos son Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Italia, Francia, Japón, Canadá, Países Bajos, Bélgica, Suecia. En 1964 Suiza se unió al grupo. Existe también un acuerdo paralelo con Arabia Saudita. Una muy amplia explicación de los AGP se encuentra en Michael Ainley, *Los acuerdos generales para la obtención de préstamos*, Washington, FMI, 1984, 96 pp.

grandes programas de estabilización por parte del Fondo, como en el caso de México, país al que el FMI concedió el programa de apoyo más grande de su historia. Los países que aportan recursos a los AGP son Suiza y el G-10 que en conjunto contribuyen con 17 000 millones de DEG; existe además un acuerdo paralelo con Arabia Saudita por un monto de 1 500 millones de dólares.

Meses después de la reunión de Halifax, durante la Asamblea Anual del FMI (1995) se siguió avanzando hacia la creación del MFE: el G-10 más Suiza y Arabia Saudita aceptaron aportar recursos al nuevo plan, pero al mismo tiempo pidieron que participaran otros países con capacidad para hacerlo por haber registrado un notable crecimiento en la última década.

Se esperaba que el proceso para establecer el MFE concluyera en abril de 1996; sin embargo, fue hasta el 27 de enero de 1997 cuando se aprobó formalmente su creación –con un monto de 34 000 millones de derechos especiales de giro– y se le dio el nombre de Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP).

Tal como se había planteado, a los doce participantes originales se sumaron otros: Australia, Austria, Dinamarca, España, Noruega, Kuwait, Autoridad Monetaria de Hong-Kong, República de Corea, Finlandia, Luxemburgo, Malasia, Singapur y Tailandia. Cada uno de los siete últimos contribuye apenas con un 1% y en conjunto los trece aportan el 15.8%; esto significa que la participación de los doce originales asciende a 84.2%. Pero también en estos últimos se advierte una gran concentración: Estados Unidos, la República Federal Alemana y Japón contribuyen con 40.66%. El porcentaje aumenta a 55.82 si se considera el G-5 en su conjunto (los tres ya mencionados más Francia y el Reino Unido) (véase cuadro 22.)

Los NAP entrarán en vigor por un periodo de cinco años renovables y para conceder un crédito se necesitará contar con la aprobación de un número de participantes que en conjunto aporten al menos 28 900 millones de derechos especiales de giro y entre los cuales deben figurar los países del G-5. Esto asegura, como siempre, que bastaría la negativa de Estados Unidos para evitar la aprobación de un crédito al amparo de los NAP, o bien la negativa combinada de dos de los restantes países del G-5.

CUADRO 22
 NUEVOS ACUERDOS DE PRÉSTAMO
 (Participantes y aportaciones)

Participantes	Aportaciones	
	Millones de DEGs	%
Estados Unidos	6 712	19.74
Bundesbank	3 557	10.46
Japón	3 557	10.46
Francia	2 577	7.58
Reino Unido	2 577	7.58
Arabia Saudita	1 780	5.24
Italia	1 772	5.21
Banco Nacional Suizo	1 557	4.58
Canadá	1 396	4.11
Países Bajos	1 316	3.87
Bélgica	967	2.84
Banco Sueco	859	2.53
Australia	810	2.38
España	672	1.98
Austria	412	1.21
Noruega	383	1.13
Dinamarca	371	1.09
Kuwait	345	1.01
Autoridad monetaria de Hong Kong	340	1.00
Corea del Sur	340	1.00
Finlandia	340	1.00
Luxemburgo	340	1.00
Malasia	340	1.00
Singapur	340	1.00
Tailandia	340	1.00
Total	34 000	100.00

Fuente: *Boletín del FMI*, publicación quincenal del FMI, vol. 26, núm. 3 (Washington), 17 de febrero de 1997, p. 33.

Durante la Asamblea Anual del Fondo correspondiente a 1997, los participantes en los NAP analizarán la evolución de la economía mundial y en particular de los movimientos de capital, para detectar amenazas a la estabilidad financiera que requieran la movilización de esos recursos. Los NAP no sustituyen a los Acuerdos Generales de Préstamo, sino que éstos permanecen.

En torno a estos acuerdos, los miembros del G-7 han insistido²³ en que:

*Su uso se limite a circunstancias verdaderamente excepcionales;*²⁴ el Fondo seguirá desempeñando una función de catalizador.

No existe necesariamente una relación entre este procedimiento excepcional para brindar una respuesta rápida y la necesidad de financiamiento suplementario.

El procedimiento estaría sujeto a una estricta condicionalidad, como por ejemplo, límites muy rígidos sobre el endeudamiento y el gasto gubernamentales.

De acuerdo con lo anterior, se seguiría el criterio de que cuanto mejor sea el programa, mayor será el respaldo del Fondo y no el de que cuanto mayor sea el desastre, más rápidamente se obtendrá el dinero. En ningún caso la activación de los NAP será automática. Los señalamientos anteriores obedecieron al temor de algunos países (fundamentalmente Alemania) en el sentido de que esos recursos podrían alentar a los gobiernos a aplicar políticas riesgosas e irresponsables.

Se aduce que si el gobierno mexicano no hubiera estado seguro de contar con el respaldo económico de Estados Unidos, no hubiera incurrido en los peligrosos juegos financieros que precipitaron su crisis.

También se afirma que los inversionistas internacionales hicieron operaciones riesgosas en México, sabiendo que los países industrializados les ayudarían en caso de problemas. De hecho fueron los inversionistas los beneficiados con el paquete de ayuda internacional y no el pueblo de México.

Camdessus ha insistido en que los NAP no deben sustituir en modo alguno al undécimo aumento de cuotas, ya que el Fondo es una institución basada en ellas. Se prevé que el coeficiente de liquidez del FMI²⁵ se reducirá considerablemente en los próximos

²³ Conferencia de prensa conjunta. Michel Camdessus, director gerente del FMI y Philippe Maystad, Secretario de hacienda belga y Presidente del Comité Provisional, Washington, 8 de octubre de 1995.

²⁴ De hecho los ACP sólo se han usado nueve veces desde su creación en 1962.

²⁵ El coeficiente de liquidez del FMI mide el volumen de recursos de que dispone la institución en relación con sus pasivos a corto plazo. Cada vez que el Fondo vende moneda de un país, se crea un pasivo, que para el país en cuestión representa un activo

años: a fines de 1998 podría caer a 60%, nivel considerado como crítico. Ante ello el director gerente exhortó a que el undécimo aumento de cuotas sea al menos de un 66% y se lleve a cabo cuanto antes, pues no es posible hacer frente a las necesidades de los países miembros con los actuales recursos financieros del Fondo.

El plan de "revitalización" de las instituciones de Bretton Woods para adecuarlas a los nuevos desafíos de la economía global en el siglo XXI, teniendo siempre en la mira beneficiar a los grandes capitales, incluye de manera destacada la creación del:

Sistema de detección de crisis

Al efecto el Fondo debe intensificar la supervisión de las políticas económicas de los países miembros e imponer el principio de divulgación periódica de estadísticas económicas precisas que permitan realizar evaluaciones más exactas, particularmente de aquellos países que captan grandes cantidades de corrientes de capital, ya que sería imposible supervisar a los 181 países en el mismo grado.

La idea es dejar que las fuerzas del mercado dirijan las políticas macroeconómicas y, en consecuencia, que los países se vean obligados a cuidar su desempeño económico en vista de las exageradas reacciones del mercado.

Según expertos, México habría evitado su crisis si hubieran estado en vigor los estándares de información que exige ya el FMI, pues los datos sobre el nivel de la deuda interna habrían hecho ver a los inversionistas en qué gran medida México dependía de los créditos a corto plazo para cubrir su déficit en cuenta corriente. Del mismo modo, se dice que si las cifras del Barings hubieran pasado por la supervisión del Banco de Inglaterra, la Asociación de Valores y Futuros, la autoridad monetaria de Singapur y el mercado de futuros de Osaka y Singapur se hubiera podido detectar a tiempo la alta exposición al riesgo del mencionado banco de inversión.

en su saldo de reservas frente a la institución. Los recursos del Fondo han disminuido acusadamente, debido a la muy fuerte demanda de países como Argentina, México, Rusia y Ucrania. Un coeficiente de liquidez por debajo de 70% indica que la liquidez del FMI puede empezar a ser precaria y por ende plantea la necesidad de elevar las cuotas.

Los países que cumplan con la divulgación de sus datos económicos serán "recompensados" con el aval del Fondo, lo que atraerá a los inversionistas internacionales a esos países. Los que no publiquen cifras adecuadas o presenten datos que revelen problemas internos serios, serán excluidos de los mercados de inversión.

En la reunión anual del FMI (octubre de 1995) también siguió concretándose lo relativo al sistema de detección de crisis, con la creación de lo que se ha denominado un Centro Electrónico de Control, cuyo propósito es mantener a los mercados financieros plenamente informados y detectar problemas antes de que estallen con la fuerza con que irrumpió la crisis mexicana.

El Centro incluiría *doce indicadores básicos* que los países deben declarar como mínimo: tipo de cambio, reservas internacionales, balance del banco central, base monetaria, dinero en sentido amplio, tasa de interés, precios al consumidor, comercio exterior, balanza en cuenta corriente, deuda externa/servicio de la deuda, saldo fiscal y PIB/PNB.

El Comité Provisional respaldó también la formulación de un conjunto de normas para orientar a los países miembros en la publicación –en forma voluntaria– de una serie de datos económicos y financieros para mantener a los mercados mejor informados. A los doce indicadores mencionados habría que añadir: la producción industrial, el desempleo, los salarios, los precios al productor o al mayoreo y el crédito interno.

Existen así normas generales para todos los países miembros y normas más rigurosas para los países que deseen tener acceso a los mercados de capital; en abril de 1996, el Fondo estableció las Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD). La institución indica qué países se adhieren a la norma más rígida por medio de la cartelera electrónica de divulgación de datos –establecida por el FMI en septiembre de 1996– que brinda información sobre los datos disponibles y los calendarios de publicación.

El Fondo tiene la intención de reforzar la supervisión no sólo mediante relaciones directas con cada uno de los países miembros, sino también trabajando con grupos como el G-7 o la Unión Europea, que puedan ejercer presión entre iguales sobre sus respectivos países miembros para mejorar las políticas macroeconómicas.

Así pues, el Centro Electrónico de Control se enfoca a lograr "transparencia" en la información, no a controlar los flujos de capital, considerando que los gobiernos de países con economías emergentes y el FMI, más que a combatir el síntoma –la fuga de capital– deben encarar la causa de las "preocupaciones de los inversionistas", como por ejemplo: políticas económicas riesgosas y falta de "transparencia financiera". Los inversionistas y acreedores internacionales deben saber exactamente lo que está pasando en los países receptores.

Previamente a la Cumbre de Halifax (junio de 1995), durante la Asamblea Anual ministerial de la OCDE (París, 23 de mayo de 1995), se plantearon propuestas semejantes a las del G-7: negociar un acuerdo multilateral sobre inversiones que contenga altos estándares de liberalización y "elementos clave" como "cláusulas sobre expropiación, compensación y transferencia de fondos", con el fin de "proveer fuertes niveles de promoción y protección de la inversión".

Después de hacer una revisión del Sistema Monetario Internacional (SMI) y del papel del FMI, el historiador Harold James²⁶ coincide en señalar la necesidad de un sistema de detección de crisis al sostener que la evolución general del SMI desde la Conferencia de Bretton Woods hasta la actualidad, muestra un alejamiento de las normas de un marco cuasijurídico y la adopción de un enfoque centrado en la cooperación, en el que la información ocupa un lugar primordial. En consecuencia, afirma James, la forma en que el Fondo enfrentará los nuevos retos será estableciendo "normas de información", mediante un sistema de supervisión global cada vez más perfeccionado, en el que vayan evolucionando los mecanismos de consulta y colaboración con que cuenta el Fondo para resolver los problemas internacionales.

Por su parte, expertos del Instituto de Economía Internacional y del Banco Nacional Austriaco,²⁷ expresaron ideas que respaldan también los acuerdos en torno al MFE y al sistema de detección de

²⁶ Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, FMI y Oxford University Press, 1996 XVI+ 742 pp.

²⁷ Reunión celebrada en Viena (septiembre de 1995) en la que se examinaron los flujos de capitales privados a los mercados emergentes después de la crisis mexicana.

crisis. Desde luego apoyaron la duplicación de los AGP, la mayor disponibilidad oportuna de datos y la aplicación de condiciones previas más estrictas para el uso del financiamiento de emergencia, que incluiría normas sumamente rígidas de divulgación de datos, una vigilancia más directa del FMI sobre las políticas cambiarias y de gestión de la deuda, una mejor supervisión bancaria, un mayor seguro de depósitos y un adecuado encaje legal, así como "alarmas" (como una disminución de las reservas monetarias por debajo de determinado nivel) que provocarían una mayor supervisión del FMI.

Esta institución se ha dado ya a la tarea encomendada de poner a disposición de los mercados datos más detallados y oportunos sobre el desempeño económico de sus 181 integrantes, intentando estandarizar los procedimientos de entrega de información. Si los gobiernos desean ganarse la confianza de los mercados deben mostrar cifras aceptables en los indicadores mencionados.

Es por las exigencias del Fondo y del G-7 por lo que México ha modificado la forma y periodicidad de dar a conocer sus datos económicos. El Banco de México publica ahora semanalmente las cifras sobre las reservas internacionales; las relativas al crédito interno neto y al total del circulante se publican también con mucha mayor frecuencia que antes.

Además, en vista de la debilidad del sistema bancario, los mercados quieren una mejor información sobre la calidad de los activos del sistema. Los analistas están interesados también en saber si bancos estatales de desarrollo como Nacional Financiera y el Banco Nacional de Comercio Exterior participan en las subastas de bonos gubernamentales para mantener las tasas de interés artificialmente reducidas o si participan en los mercados de divisas para defender al peso mexicano.

Durante las LI reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial (Washington, del 1 al 3 de octubre de 1996), los participantes respaldaron ampliamente la formulación por parte del FMI de las Normas Especiales para la Divulgación de Datos a las cuales se habían acogido, en abril de 1997, 42 países, tanto industriales como subdesarrollados. Al respecto, el G-24 en su comunicado de prensa (28 de septiembre de 1996) hizo notar que muchos países subdesarrollados necesitarán tiempo y considerable asistencia técnica del FMI para estar en condiciones de acogerse a las NEDD.

*Algunas reflexiones sobre la creación
del MFE y el sistema de detección de crisis*

Los gobiernos de los principales países industriales –en especial Estados Unidos– y los dirigentes de los organismos multilaterales que dijeron lamentar la crisis mexicana, tienen gran responsabilidad en la situación actual de los mercados financieros internacionales, pues en aras de que cumplan con el servicio de su deuda externa, impulsan a los gobiernos de los países subdesarrollados a establecer reformas estructurales que a la postre favorecen la especulación en detrimento de la planta productiva. Los países del sudeste asiático y Chile han corrido otra suerte en virtud de haber favorecido la inversión directa y limitado la especulación en el mercado accionario.

Más trascendente que la creación de los NAP y del sistema de detección de crisis, sería que el Fondo y el Banco promovieran políticas económicas que atrajeran corrientes de capital de largo plazo, ya que el capital financiero no debe dedicarse únicamente a buscar ganancias sin aportar beneficios en materia de modernización tecnológica y creación de empleos al país que recibe la inversión.

En una carta dirigida a los miembros del G-7 en vísperas de su XXI Cumbre, el Presidente de Indonesia y presidente del bloque de países “no alineados”, Suharto, instó a aquéllos a aceptar el control internacional de sus políticas financieras y monetarias y a reducir la velocidad en la circulación de capitales que –nuevamente se menciona– fue origen de la crisis mexicana que tuvo repercusiones sumamente negativas en los mercados mundiales. El documento enfatizó que es el mundo subdesarrollado el más severamente afectado por las consecuencias de la política financiera de los países ricos.

Sin embargo, los rápidos movimientos especulativos no son un problema que sólo pueda afectar a los países subdesarrollados, sino a cualquier economía. Durante la reunión Cumbre del G-7 celebrada en Halifax, el Presidente francés Jacques Chirac, calificó a la especulación en los mercados financieros como el “sida de nuestra economía”. Con el fin de reforzar la vigilancia de los mer-

cados financieros, el G-7 recomienda fortalecer el Comité de Basilea sobre supervisión bancaria y a la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Además de una política sana en lo interno, se requiere de cooperación internacional en materia monetaria y financiera. Esa cooperación podría ser coordinada por el FMI, en combinación con los bancos centrales del G-7 y del Banco de Pagos Internacionales. El 9 de diciembre de 1996 se firmó un acuerdo de cooperación entre el FMI y la Organización Mundial de Comercio, sobre la base de que si se desea alcanzar un mercado global menos imperfecto, será cada vez más crucial la necesidad de un sistema monetario y financiero internacional más estable.

En Halifax no se hicieron las prometidas transformaciones en las instituciones existentes. Aumentar las cuotas del Fondo, establecer los NAP y el "sistema de detección de crisis" de ningún modo resuelve la volatilidad de los capitales ni garantiza su solución en el largo plazo. Más aún, el cumplimiento de los estrictos requisitos para que los NAP se pongan en operación, llevará demasiado tiempo y, cuando estalla una crisis financiera, los mercados no pueden esperar.

Las medidas que tendrá que aplicar el FMI están diseñadas única y exclusivamente para ofrecer seguridades a los inversionistas; contrariamente al propósito anunciado, en ningún momento se pretende proteger a los países subdesarrollados de los efectos de la volatilidad en los mercados. Los NAP y sobre todo el sistema de detección de crisis, hacen del Fondo un árbitro que puede declarar a un país en quiebra, lo cual constituye un atentado contra la soberanía nacional.

La regulación de los mercados financieros tiene como objetivos mantener la competencia y proteger a los inversionistas frente al fraude y abusos similares. De ningún modo pretende interferir en el funcionamiento normal del mecanismo de mercado; al contrario, la principal justificación de la regulación bien diseñada es que ayudará al mejor y más eficiente funcionamiento de los mercados financieros. En particular en Estados Unidos, la regulación no intenta impedir las fluctuaciones que han caracterizado a los mercados financieros.

De acuerdo con lo anterior, el FMI supuestamente "reformado" al que aspiran los países industrializados, debe enfocarse a mejorar la información disponible a los inversionistas y a hacer que los mercados de capital "disciplinen las finanzas de los gobiernos".

Por otra parte, la explosión de las finanzas privadas y la mayor integración de los mercados de capital han empequeñecido –en términos relativos– las sumas a disposición de las instituciones financieras internacionales, aun considerando los NAP. El Banco Mundial presta alrededor de 20 000 millones de dólares anuales, apenas más de 10% de la cantidad que las economías emergentes recibieron en capital del exterior durante 1994. Ante esta situación, algunos se preguntan si tiene caso un crédito para el desarrollo, cuando las economías bien administradas desde el punto de vista del capital privado, tienen acceso a éste.

Lo que sucede es que pese a lo mucho que se ensalza a los mercados emergentes, son unos cuantos los países que acaparan el capital extranjero privado. Los demás son excluidos porque se considera que sus gobiernos son incompetentes o que establecen medidas desalentadoras para el capital extranjero (véase cuadro 23).

El ahorro interno de los países débiles es insuficiente para atender sus necesidades de desarrollo económico y para superar sus rezagos ancestrales. Y es aquí donde podrían intervenir las instituciones multilaterales de desarrollo. Sin embargo, además de su escasez relativa de recursos, surge nuevamente el problema del enfoque de quienes dirigen tales organizaciones, ya que cada día es más evidente que se les está asignando la tarea de "ayudar más directamente a crear las condiciones para la expansión del sector privado".²⁸

Las corrientes netas de capital a los países en desarrollo alcanzaron en 1995 un máximo histórico (véanse cuadros 24 y 25). Años atrás el componente principal de las corrientes de capital eran créditos de los bancos comerciales al sector público. La mundialización de los mercados de capital y el desarrollo de nueva tecnología han determinado la ya mencionada disminución del

²⁸Jacques de Larosiére (ex Director Gerente del FMI) al dictar la Conferencia Per Jacobsson sobre *Financiamiento al desarrollo en un entorno de capital privado*, Washington, 29 de septiembre de 1996.

CUADRO 23
CORRIENTES NETAS DE CAPITAL PRIVADO
A LOS PAÍSES SUBDESARROLLADOS, 1990-1995

<i>Países</i>	<i>mmd</i>	<i>%</i>
China	166.20	24.23
México	79.50	11.59
Brasil	48.30	7.04
Rep. de Corea	47.40	6.91
Malasia	39.30	5.73
Argentina	39.20	5.72
Indonesia	30.80	4.49
Tailandia	30.40	4.43
Rusia	22.40	3.27
India	19.40	2.83
Turquía	18.30	2.67
Hungría	14.30	2.08
<i>Estos 12 países</i>	<i>555.50</i>	<i>80.99</i>
Otros	130.40	19.01
Total	685.90	100.00

Fuente: *World Debt Tables*, Banco Mundial, Washington, 1996, vol. I, cuadros 1 y 1.1.

papel de los bancos comerciales como intermediarios financieros y en cambio ha aumentado la de los fondos de inversión y de pensiones.

Para regular los movimientos de capital, entre otras medidas, se había empezado a considerar la conveniencia de un foro en el cual el G-7 se reuniera a intercambiar información y opiniones con los llamados mercados emergentes, en la misma forma en que lo hace el G-7 entre sí. Era obvia la importancia de extender los acuerdos de supervisión internacional a los llamados países emergentes, tanto para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero internacional, como para incrementar la efectividad de la vigilancia sobre las instituciones bancarias nacionales en los mercados emergentes.

Fue así como en el marco de las reuniones de primavera del FMI, el 29 de abril de 1997, representantes de más de cincuenta países examinaron una estrategia internacional concertada para fomentar la estabilidad financiera en los mercados emergentes. Tal

CUADRO 24
CORRIENTES NETAS DE RECURSOS A LOS PAÍSES SUBDESARROLLADOS, 1990-1995
(Miles de millones de dólares)

<i>Indicador</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
Total	101.90	127.10	155.30	207.20	207.40	231.30
Financiamiento oficial al desarrollo	57.90	65.50	55.00	53.00	48.60	64.20
Capital privado	44.00	61.60	100.30	154.20	158.80	167.10
Inversiones en cartera	6.70	20.40	27.30	83.90	67.10	55.70
Bonos	3.00	12.80	13.20	38.30	32.20	33.70
Acciones	3.70	7.60	14.10	45.60	34.90	22.00
Inversión Extranjera Directa (IED)	25.00	35.00	46.60	68.30	80.10	90.30
Bancos comerciales	1.70	2.50	13.80	-4.90	9.20	17.10
Otros	10.60	3.70	12.60	6.90	2.40	4.00
Corrientes de capital privado como porcentaje de las corrientes netas de recursos a largo plazo	43.18	48.50	64.60	74.40	76.60	72.20

Nota: 1995, cifras preliminares.

Fuente: *World Debt Tables*, Banco Mundial, Washington, 1996, vol. I, cuadros 1 y 1.1.

CUADRO 25
CORRIENTES NETAS DE CAPITAL PRIVADO A LOS PAÍSES SUBDESARROLLADOS
Y A LOS PAÍSES EN TRANSICIÓN

	1990		1992		1994		1995	
	<i>mmd</i>	%	<i>mmd</i>	%	<i>mmd</i>	%	<i>mmd</i>	%
P. subdes. y en transición	57.00	100.00	133.80	100.00	163.60	100.00	211.30	100.00
Inv. extranjera directa	18.60	32.63	35.80	26.76	66.90	40.89	83.10	39.33
Inversión en cartera	18.30	32.11	46.30	34.60	53.40	32.64	43.00	20.35
Otras	20.10	35.26	51.70	38.64	43.30	26.47	85.20	40.32
Países en transición	11.60	20.35	3.50	2.62	11.20	6.90	29.80	14.10
Inv. extranjera directa			4.20	3.14	5.60	3.42	11.40	5.40
Inversión en cartera		-0.90	-0.67	3.00	1.83	6.00	2.84	
Otras	11.60	20.35	0.20	0.15	2.70	1.65	12.40	5.86
Países subdesarrollados	45.50	79.65	130.30	97.38	152.40	93.10	181.50	85.90
Inv. extranjera directa	18.63	32.63	31.60	23.62	61.30	37.47	71.70	33.93
Inversión en cartera	18.35	32.11	47.20	35.27	50.40	30.81	37.00	17.51
Otras	8.52	14.91	51.50	38.49	40.60	24.82	72.80	34.46
Asia	25.50	44.73	30.80	23.02	81.90	50.00	105.90	50.12
Inv. extranjera directa	9.40	16.49	14.40	10.76	41.90	25.61	52.40	24.80
Inversión en cartera	-0.90	-1.58	9.80	7.32	16.00	9.78	18.50	8.75
Otras	17.00	29.82	6.60	4.93	23.90	14.61	35.00	16.56

CUADRO 25 (Continuación)

	1990		1992		1994		1995	
	mmd	%	mmd	%	mmd	%	mmd	%
Hemisferio occidental	7.30	30.35	54.70	40.88	48.50	29.65	48.90	23.14
Inv. extranjera directa	6.60	11.58	12.80	9.60	17.70	10.82	17.10	8.09
Inv. en cartera	17.30	30.35	17.80	13.32	17.40	10.64	10.00	4.73
Otras	-6.60	-11.58	24.00	17.96	13.40	8.19	21.80	10.32
Medio Oriente,								
Europa y África	2.60	4.57	44.80	33.48	22.00	13.45	26.70	12.64
Inv. extranjera directa	2.60	4.57	4.40	3.28	1.70	0.98	2.10	1.00
Inv. en cartera	1.90	3.24	19.60	14.66	17.00	10.36	8.50	4.02
Otras	-1.90	-3.24	20.80	15.54	3.30	2.11	16.10	7.62

Nota: Otras se refiere a créditos comerciales a corto y a largo plazos (no incluyendo el uso del crédito del FMI) moneda y depósitos y otras cuentas.

Fuente: Ito Takatoshi y David Folkerts-Landau, *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, FMI, Washington, septiembre de 1996.

estrategia se recoge en el informe "La estabilidad financiera en las economías de mercados emergentes", preparado por representantes del G-10 y de Argentina, Corea del Sur, Hong Kong, Indonesia, México, Polonia, Singapur y Tailandia.²⁹

En ese documento se señala que todo sistema financiero sólido debe tener políticas macroeconómicas y estructurales acertadas, una firme infraestructura jurídica, contable y de mercado y una eficaz gestión empresarial y disciplina de mercado así como sistemas de supervisión y reglamentación adecuados. También se indican las funciones de los organismos internacionales de supervisión y de las instituciones financieras internacionales, que incluyen la prestación de asesoramiento y respaldo para la adopción y puesta en marcha de las prácticas y principios formulados en el informe mencionado. Los ministros participantes harán un seguimiento de la formulación y puesta en marcha de la estrategia.

Por otra parte, el 12 de abril de 1995, el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria había emitido una propuesta que finalmente se concretó el 9 de abril de 1997, al publicarse un informe del mencionado Comité, que establece los *Principios Básicos de Basilea*, consistentes en 25 líneas directrices que constituirán los "requerimientos mínimos" aplicables para la supervisión de los bancos en los mercados emergentes. Esas directrices fueron establecidas en colaboración con las autoridades supervisoras de quince países emergentes, así como con otras autoridades como el FMI y el Banco Mundial.

Asimismo, en las reuniones del FMI celebradas en abril de 1997, se insistió en el papel crucial que el FMI debe desempeñar a fin de alcanzar una liberalización ordenada de los movimientos de capital en el mundo. Al efecto el Comité Provisional aprobó un plan para enmendar el Convenio Constitutivo del FMI -lo cual requiere de un amplio consenso de los países miembros- a fin de extender la jurisdicción que la institución tiene sobre las transacciones en cuenta corriente, a los movimientos de capital, tomando en cuenta que: "Los movimientos de capital se han convertido en una de las principales fuerzas impulsoras de la integración econó-

²⁹Véase *Boletín del FMI*, vol. 26, núm. 10, 2 de junio de 1997, pp. 158-160.

mica en los últimos veinte años y representan una dimensión importante del fenómeno de la globalización.³⁰

Una de las principales responsabilidades del FMI es asegurar la estabilidad sistémica y la institución considera que el facultarla para alentar la liberalización de la cuenta de capital, coadyuvará al logro de ese objetivo. El establecer normas de supervisión y de reglamentación prudencial, es tarea del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y las respectivas autoridades nacionales. El Fondo sólo puede contribuir ejerciendo su labor de vigilancia tendiente a lograr un "equilibrio ideal... entre el buen gobierno interno de los bancos, la supervisión oficial y la disciplina de mercado".³¹

En vista de que las últimas estrategias mencionadas son muy recientes, resulta difícil juzgar su utilidad y sus posibilidades de éxito. Gobiernos, bancos centrales y controladores de valores tienen aún mucho trabajo por hacer en cuanto a la cooperación y la coordinación internacional de las reglas legales, contables, de supervisión, de publicación de datos, etc. De allí la importancia de los esfuerzos de coordinación que se están realizando entre el FMI, la OCDE, la Organización Mundial de Comercio y el Acuerdo Multilateral sobre Inversiones, actualmente en proceso de negociación.

Las medidas adoptadas en el marco de las normas del BPI y del Informe *Estabilidad financiera en las economías de mercado emergentes* serían preventivas, al igual que el sistema de detección de crisis, a diferencia de los NAP, a los cuales se recurriría sólo cuando se presentara o estuviera a punto de presentarse un derrumbe financiero.

Debe señalarse que tras las reacciones que siguieron a la crisis mexicana, los inversionistas se han vuelto más cautos y sensibles a los fundamentos económicos de los países receptores, en especial: déficit en cuenta corriente en relación con las reservas de divisas, deuda externa, ahorro interno y solidez del sistema bancario. A ello se suma el hecho de que están mejor informados, merced a los mecanismos recientemente creados.

Lo anterior dista mucho de significar que está superada la volatilidad en el precio de los activos y en las corrientes de capital, pero los expertos consideran que el riesgo de que se propaguen los

³⁰ "Evolución del papel del FMI en la arena financiera y cambiaria", *Boletín del FMI*, Washington, vol. 26, núm. 11, 16 de junio de 1997.

³¹ *Ibidem*, p. 170.

trastornos de índole financiera es menor en la actualidad que a principios de 1995. A lo largo de ese año, contrariamente a la tendencia registrada con anterioridad, la inversión extranjera directa en los países subdesarrollados aumentó 17%, en tanto que la inversión en cartera se redujo 27 por ciento.³²

Además de estrategias en pos de un mercado financiero menos volátil, se requiere de un equilibrio entre los recursos financieros externos e internos de cada país, para lo cual urge promover el ahorro interno y su inversión en el propio mercado, pues su insuficiencia y la fuga de capitales están en el origen de las crisis recientes.

● Evaluación del FMI en su cincuentenario

Aunque todas las organizaciones consideradas como de “cooperación económica internacional” –FMI, Banco Mundial, Organización Mundial de Comercio, Banco de Pagos Internacionales, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, etc.– deben estar involucradas en el proceso de reordenamiento de los movimientos de capital en el nivel mundial y del SMI, es el FMI el foro mundial de consulta y colaboración en cuestiones monetarias.

El FMI fue creado, según reza su convenio constitutivo, para:

a) Fomentar la cooperación monetaria internacional, la estabilidad cambiaria y el mantenimiento de regímenes de cambio ordenados;

b) Facilitar el crecimiento ordenado del comercio mundial, contribuyendo a alcanzar altos niveles de ocupación y prosperidad;

c) Coadyuvar a eliminar las restricciones cambiarias que dificultan la expansión del comercio mundial;

d) Fomentar el ajuste de la balanza de pagos, infundiendo confianza a los países miembros al poner a su disposición los recursos generales del FMI, dándoles así la oportunidad de que corrijan los desequilibrios de sus balanzas de pagos, sin que tengan que recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional e internacional.³³

³²Ito Takatoshi y David Folkerts-Landau, *ibidem*, Capítulo II.

³³Richard D. Erb, ex subdirector gerente del FMI, Mesa redonda de la Eastern Economic Association sobre el Acuerdo de Bretton Woods, 18 de marzo de 1994, Boston, Mass.

Los artículos I y IV hacen hincapié en el fomento de condiciones que favorezcan el crecimiento del comercio, la producción y el empleo. Estas condiciones incluyen, concretamente, la estabilidad financiera, cambiaria y de precios.

Lo anterior por lo que hace al discurso oficial. Pero el Fondo, al igual que el Banco, ha sido objeto de severas críticas desde su fundación, y su cincuentenario –aunado a la situación imperante en la economía mundial y en especial en los mercados financieros– exacerbó los juicios acerca de la labor que ha desarrollado a lo largo de ese tiempo.

Muchos culpan al Fondo y al Banco de la creciente miseria en el mundo, ya que el Fondo ejerce una rígida disciplina exclusivamente sobre los países pobres, imponiéndoles medidas económicas que jamás aplicarían países desarrollados.

Para otros, la actuación del Fondo ha sido conveniente y consideran incluso que en el futuro el Fondo, el Banco y la Organización Mundial de Comercio constituirán un “gobierno mundial” favorable al desarrollo de todas las naciones.³⁴ En realidad, sólo en el caso de que esas organizaciones fueran objeto de profundas reformas, podrían convertirse en herramientas útiles para el progreso económico y social de la humanidad.

Aun reconociendo lo inadecuado de la actuación del Fondo, cabe citar en su descargo que los desafíos surgidos a lo largo de sus cincuenta años eran totalmente imprevisibles: en los sesenta el surgimiento y rápido crecimiento numérico de los países subdesarrollados;³⁵ en los setenta el abandono unilateral por parte de Estados Unidos de la convertibilidad del dólar en oro y el consiguiente derrumbe del sistema de Bretton Woods; las dos crisis del petróleo (1973-1974 y 1979-1980); la crisis de la deuda en los ochenta; la creciente movilidad internacional de las mercancías, el capital y la mano de obra y la consecuente integración, cada vez mayor de los mercados mundiales; en los noventa, la transición de las antiguas

³⁴ Barry Eichengreen y Peter Kenen, *Managing the International Economic under the Bretton Woods System*, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1994.

³⁵ De los 181 países que pertenecían al FMI en octubre de 1996, 133 estaban en la categoría de subdesarrollados, 25 como en transición y sólo 23 se calificaban de industriales. Empero, a partir de mayo esto se modificó: al grupo de países industriales se adhirieron a Israel, Corea, Hong Kong, Singapur y la provincia china de Taiwán.

economías de planificación centralizada a la economía de mercado y su incorporación al Fondo y al Banco.

Con el derrumbe del sistema de Bretton Woods, el FMI experimentó cambios en su forma de procurar la estabilidad financiera y económica. Supuestamente fortaleció entonces su función de supervisar la política cambiaria de cada uno de sus miembros y, en consecuencia, de todas las políticas y acontecimientos que tienen un impacto significativo sobre la inflación, el crecimiento, la balanza de pagos y, por ende, sobre los tipos de cambio, con el fin de lograr “condiciones económicas fundamentales ordenadas”.

Considera el Fondo que la clave para lograr una mayor estabilidad cambiaria está en mejorar las medidas de política nacionales que pudieran estimularse mediante la cooperación internacional: la convergencia de las tasas de inflación en niveles bajos, el saneamiento de las finanzas públicas y políticas estructurales que fomenten un eficiente funcionamiento del mercado de trabajo y de otros mercados.

La supervisión del Fondo se basa en un minucioso examen –al menos una vez al año– de la economía y de la política económica de cada país miembro, prestando particular atención a la evolución de las políticas monetaria, presupuestaria y cambiaria. Cuando lo que sucede en otros campos de la economía –por ejemplo en el mercado laboral– tiene un impacto significativo sobre los resultados económicos globales, también se examina. La evaluación que efectúa el Fondo se comunica luego a los respectivos gobiernos.³⁶

También para fomentar la estabilidad cambiaria, el Fondo contribuye a la coordinación de la política económica entre los siete principales países industriales, en los cuales están las principales monedas de reserva y que constituyen las economías más grandes. En consecuencia, todo problema o inestabilidad en esos países afecta al resto del mundo.

Pero sucede que después de 1973 el papel de supervisión del Fondo ha perdido trascendencia en los países industriales³⁷ (e in-

³⁶ Richard D. Erb, *ibidem*.

³⁷ Empero, la institución no ha perdido importancia para esas naciones como instrumento para someter a los países subdesarrollados mediante los “programas de ajuste”. Baste recordar la actuación del Fondo durante la crisis de la deuda en los años ochenta.

cluso en algunos subdesarrollados), pues han dejado de acudir a la institución para resolver sus problemas de balanza de pagos, en virtud de que disponen de los mercados internacionales de capital. Y además, aunque efectivamente el director gerente del Fondo asiste a las cumbres del G-7, la institución se limita a desempeñar una función de asesoramiento con respecto a los acuerdos monetarios internacionales, sin llegar a tener una influencia decisiva.

La labor del Fondo se centra así solamente en los países subdesarrollados y más recientemente en los llamados países con economía en transición, a los que impone sus tan censurados "programas de ajuste".

A 50 años de la Conferencia de Bretton Woods, en la que se forjó el orden monetario de posguerra, Jeffrey Sachs –economista de la Universidad de Harvard– expresó que el FMI debe ser "remodelado" pues sigue apegado a doctrinas obsoletas concebidas a finales de los años cuarenta y no proporciona créditos de emergencia con la celeridad necesaria a los países deudores más agobiados. Considera que el Fondo ha fallado en proporcionar a los países miembros la oportunidad de corregir desajustes en su balanza de pagos sin adoptar medidas que destruyan la prosperidad nacional e internacional.³⁸

En la gran mayoría de los países más pequeños y pobres (casi todos africanos), los programas de ajuste estructural han tenido pésimos resultados y, en los países ex socialistas, han determinado excesivas declinaciones en los niveles de vida y desestabilización financiera.

Cualquier ajuste serio del FMI terminaría con el poderío monopolístico de las grandes potencias; de ahí la dificultad de que se realicen reformas fundamentales en dicha institución.

Efectivamente, una de las más severas y frecuentes críticas al FMI es que –como todas las instituciones internacionales– está completamente dominada por los países industrializados y en consecuencia las economías emergentes carecen de una efectiva representación. De no corregirse esta situación, el seguir excluyendo a los países subdesarrollados del proceso de decisión económica,

³⁸ Simposio en la Facultad de Economía de la Universidad de Londres, para conmemorar el cincuentenario de la Conferencia de Bretton Woods, 1 de julio de 1994.

tendrá repercusiones negativas de alcance mundial. Urge pues, democratizar al Fondo incrementando la presencia de ese grupo de países, que según se prevé, serán responsables en la próxima década de casi 70% del crecimiento en la producción y el comercio mundiales.

Según se estipula en el Convenio Constitutivo del FMI, la cuota o suscripción se determina con base en la dimensión económica y la importancia de cada país en el comercio mundial. Siendo así, los países con mayores aportaciones financieras en la institución tienen el mayor peso en las decisiones. Para ilustrar sobre el grado de inequidad, basta decir que los 155 países subdesarrollados en su conjunto aportan 39% de las cuotas, frente a un 40% sólo del G-5.

Cada país cuenta con 250 votos básicos más un voto adicional por cada porción de su cuota equivalente a DEG 100 000.³⁹ Gran parte de las principales decisiones vinculadas con la política y las actividades del Fondo tienen que ser aprobadas por mayorías especiales. Por ejemplo, el ajuste de las cuotas requiere una mayoría de 85% de los votos emitidos; e igual porcentaje se exige para aprobar nuevas asignaciones de DEG y la venta de oro del FMI.⁴⁰

Las decisiones fundamentales de política económica las toma el G-7 fuera del FMI y los otros 174 países miembros reciben escasa atención. Es evidente que el G-7 ha fracasado en sus intentos de dirigir adecuadamente la economía mundial, básicamente por su falta de voluntad para atender los intereses de la comunidad internacional. La concentración de poder en esos países determina la total asimetría en el proceso de ajuste entre naciones deficitarias y superavitarias. Se supone que el Fondo debe conciliar los intereses de unos y otros, pero como ya se ha dicho, la institución no está

³⁹ Conviene aclarar que esto no se refiere a los DEG asignados sino a las cuotas que los países aportan al FMI, que constituyen el capital de la institución, y que en su totalidad están denominadas en DEG, por ser éste la unidad de cuenta del FMI. La cuota o suscripción de un país determina, entre otras cosas, el número de votos que corresponde al país, la cuantía de su posible acceso a los recursos del FMI y su participación en las asignaciones de DEG.

⁴⁰ Autorizados expertos se pronuncian contra la insuficiente representación del Tercer Mundo en el FMI, y en especial contra el requisito de mayorías especiales para decisiones que permitan a un país miembro o un grupo de ellos ejercer un veto. Puede consultarse al respecto Tyrone Ferguson, *The Third World and Decision Making in the International Monetary Fund. The Quest for Full and Effective Participation*, Nueva York, Printer Publishers, 1988, IX+262 pp.

en condiciones de presionar a los industrializados pues éstos no acuden a ella por disponer de los mercados de capital. Más aún, como esos países son los que tienen el control del FMI, en ningún caso se sujetarían a la "condicionalidad" que impone la institución.

Por ello a partir de 1976 las operaciones del Fondo se han centrado cada vez más en los países subdesarrollados y al iniciarse los noventa, con mayor énfasis en los países ex socialistas, lo cual acentúa la brecha entre el pequeño grupo de potencias económicas que toman las decisiones y los subdesarrollados agobiados por deudas, que no son tomados en cuenta.

Paradójicamente, mientras se censura al Fondo por imponer dañinos programas de ajuste que han agravado la miseria en los países subdesarrollados, los industrializados –que no necesitan del Fondo como fuente de recursos– han dejado de ver a dicha institución como el centro del SMI y la consideran como una institución de desarrollo, especializada en "apoyar" (?) a los países subdesarrollados. Alemania culpa concretamente a Camdessus por los programas de "ayuda" al grupo de países que durante mucho tiempo recibió el calificativo de Tercer Mundo, que hacen del Fondo una "institución de desarrollo". También censura la campaña de años en pro de una nueva asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG).

Por su parte Hans Tietmeyer, presidente del Bundesbank, caracteriza al Fondo como un organismo que desde los años setenta y ochenta se desvió de sus funciones, al convertirse en la organización clave del crédito para el desarrollo. Al hacer esto, arguye Tietmeyer, el Fondo no sólo perdió la perspectiva de su misión original de fungir como un puente para las dificultades en la balanza de pagos a corto plazo entre sus miembros, sino que sus actividades empezaron a "superponerse" con las del Banco Mundial. Habría que señalar cómo la "organización clave del crédito para el desarrollo", a la que alude el señor Tietmeyer, sirve a los intereses de los países avanzados mediante los "programas de ajuste".

En el mismo tenor que el presidente del Bundesbank, Peter Kenen, director de la Sección de Finanzas Internacionales de la Universidad de Princeton, señala que el Fondo debe limitar sus actividades tendientes a apoyar el desarrollo a largo plazo y con-

centrar sus esfuerzos en su función de supervisión y en el desarrollo de un SMI eficiente.

Insisten los países desarrollados en que el papel de financiamiento a corto plazo se ha alterado con el paso de los años. Las "líneas de crédito" especiales,⁴¹ fueron establecidas para resolver el impacto del precio del petróleo y el derrumbe de los precios de las mercancías. En los ochenta se presentó el problema de la deuda externa de los subdesarrollados; el Fondo se convirtió entonces en coordinador internacional, proporcionando financiamiento por su cuenta, pero también presionando a los bancos comerciales a incrementar sus créditos a los deudores en problemas. El financiamiento del Fondo por periodos más largos se concentró en los subdesarrollados y ahora en los ex socialistas, condicionando los préstamos a "reformas estructurales", que siguen los lineamientos establecidos por los países ricos.

En cuanto a la concentración del poder en el FMI, su director gerente, Michel Camdessus encuentra la solución en una medida que por superficial no resolvería el problema. Sugiere fortalecer el Comité Provisional, formado por veinticuatro ministros de finanzas (doce de países desarrollados y doce de subdesarrollados),⁴² el cual –según Camdessus– podría ser un foro idóneo para que los subdesarrollados participaran en la toma de decisiones.

Ya se señaló que desde la fundación del FMI, algunas naciones del Tercer Mundo han crecido mucho económicamente; se men-

⁴¹Servicio de Financiamiento Compensatorio (1963), Servicio de Financiamiento de Existencias Reguladoras (1969), Servicios Financieros del Petróleo (vigentes sólo entre 1974 y 1976), Servicio Ampliado (1974), Fondo Fiduciario (1976-1981), Servicio Financiero de Ajuste Estructural (1986), Servicio Financiero Reforzado de Ajuste Estructural (1987), Servicio para la Transformación Sistémica (1993).

⁴²El Comité Provisional de la Junta de Gobernadores sobre el Sistema Monetario Internacional es un órgano asesor compuesto de 24 gobernadores del FMI (ministros u otras autoridades de rango comparable). Este Comité asesora e informa a la Junta de Gobernadores en lo concerniente a la gestión y adaptación del SMI, incluidas las perturbaciones repentinas que puedan comprometer a dicho sistema y en lo relativo a las propuestas de enmienda del Convenio Constitutivo. A fines de 1995 integraban el Comité Provisional: Estados Unidos, Alemania, Japón, Francia y Reino Unido. Estos países representan a sus respectivos países y son nombrados en virtud de su preeminencia en la economía mundial. Los 19 restantes son elegidos y representan a su país (Rusia y China) o a un grupo de países: Bélgica, Países Bajos, Italia, Canadá, Noruega, Australia, Suiza, Venezuela, Arabia Saudita, Egipto, Indonesia, Irán Brasil, India, Swazilandia, Perú y Costa de Marfil.

CUADRO 26
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
(Cuotas por países al 28 de febrero de 1997)

	<i>Millones de DEG</i>	<i>Porcentajes</i>
Todos los países	145 318.8	100.00
<i>Países industriales</i>	88 425.2	60.85
Estados Unidos	26 526.8	18.25
Japón	8 241.5	5.67
RFA	8 241.5	5.67
Estos 3 países	43 009.8	29.60
Reino Unido	7 414.6	5.10
Francia	7 414.6	5.10
G-5	57 839.00	39.80
Canadá	4 320.30	2.97
Italia	4 590.70	3.16
G-7	66 750.00	45.93
<i>Los otros p. industriales</i>	21 675.20	14.92
 <i>Países subdesarrollados</i>	 56 893.60	 39.15
África	8 380.80	5.77
Asia	13 679.80	9.41
Rep.Pop. China	3 385.20	2.33
India	3 055.50	2.10
Europa	12 074.30	8.31
América	11 449.30	7.88
Argentina	1 537.10	1.06
Brasil	2 170.80	1.49
México	1 753.30	1.21
Venezuela	1 951.30	1.34
Medio Oriente	11 309.40	7.78
Arabia Saudita	5 130.60	3.53

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, abril de 1997, FMI, Washington, 1996.

cionó también que en esa institución el poder de voto está determinado por las cuotas que aporta cada país y sucede que la distribución de éstas no refleja la realidad económica de muchos países. El caso más notable es el del continente asiático, considerablemente subrepresentado, con sólo 9% de las cuotas (véase cuadro 26), siendo que su participación en el comercio mundial es de 18 y 20% en las reservas monetarias internacionales (véase cuadro 27).

CUADRO 27
RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES
(Menos oro)

	1990		1995		1996	
	millones de DEG	%	millones de DEG	%	millones de DEG	%
Todos los países	637 699	100.00	948 264	100.00	1 087 134	100.00
<i>Países industriales</i>	414 092	64.90	487 693	51.43	548 823	50.48
G-7	261 528	41.00	310 705	32.77	345 579	31.79
Estados Unidos	50 791	8.00	50 307	5.31	44 536	4.10
Japón	55 179	8.60	123 277	13.00	150 663	13.86
RFA	47 729	7.50	57 185	6.03	57 844	5.32
Los 3	153 699	24.10	230 769	24.34	253 043	23.28
Reino Unido	25 202	4.00	28 265	2.98	27 745	2.55
Francia	25 851	4.00	18 065	1.90	18 635	1.71
Italia	44 232	6.90	23 482	2.48	31 954	2.94
Canadá	12 544	2.00	10 124	1.07	14 202	1.31
<i>Otros p. industriales</i>	152 564	23.90	176 988	18.66	203 244	18.69
<i>Países subdesarrollados</i>	172 687	27.10	399 817	42.16	538 311	49.52
África	11 630	1.80	17 050	1.80	20 393	1.88
Asia	126 996	19.90	190 686	20.11	295 164	27.15
Europa	15 218	2.40	55 941	5.90	60 449	5.56
Medio Oriente	36 715	5.80	49 524	5.22	54 614	5.02
América	33 047	5.20	86 615	9.13	107 692	9.91
Taiwan	50 919	8.00	60 754	6.41	n.d.	n.d.

Nota: En 1990 y 1995 se considera separadamente la provincia china de Taiwan, debido a que desde los años ochenta, por el excelente desempeño de su sector externo, ha acumulado grandes reservas, sólo superadas por las de Japón. Su inclusión en el grupo de países subdesarrollados, distorsionaría las cifras correspondientes al mismo. No se pudo disponer de los datos de Taiwan en 1996, por lo que en ese año aparecen incorporados en los correspondientes a Asia.

Fuente: *International Financial Statistics*, FMI, Washington, Anuario 1996 y abril de 1997.

Lo que sucede es que la estructura de cuotas refleja los antiguos centros de poder y el cambiarlos plantearía complejos problemas políticos pues significaría "degradar" a unos países en relación con otros. Es cierto que desde 1989, cuando ocurre una revisión de cuotas, supuestamente se ha modificado su distribución, tomando en cuenta los cambios ocurridos en la economía mundial desde la revisión anterior. Aun así, las modificaciones han sido mínimas y las cuotas siguen sin coincidir con la situación económica relativa de los países.⁴³

Al igual que los esfuerzos por lograr nuevas asignaciones de DEG,⁴⁴ también lleva años la lucha infructuosa porque la cuota de cada país corresponda realmente a la magnitud de su economía. La mayoría de los miembros del Comité Provisional, estiman que ha llegado el momento de discutir seriamente no sólo la magnitud global, sino también la distribución del próximo aumento de cuotas, que será el undécimo.

Pero en la Asamblea Anual del Fondo celebrada en Madrid (octubre de 1994) se constató la desaparición de todo intento de solidaridad, que difícilmente dará cabida a una justa distribución de las cuotas.

Esta actitud se ve reflejada en el informe anual correspondiente a ese año, en el cual el FMI recomienda –por primera vez en su historia– la reducción de salarios mínimos en los países industrializados con graves problemas de desempleo y avala la flexibilización de las tasas impositivas para mejorar la competitividad del sector privado. Sugiere también medidas tales como reducción en las aportaciones a la seguridad social y otro tipo de recortes que permitan abatir costos, según se dice, para generar más empleo.

En suma, la esperada "reforma" del Fondo no se dio en esta ocasión, pues las deliberaciones efectuadas con motivo de su cincuentenario concluyeron con la aceptación tácita de que para fre-

⁴³ Conforme a lo acordado en 1989 por el Comité Provisional, 60% del aumento general de cuotas distribuye entre todos los países miembros en proporción a sus cuotas individuales vigentes. El restante 40% se distribuye en proporción a la participación de los países en el total de las "cuotas calculadas". Éstas representan una medición general de la situación relativa de los países miembros en la economía mundial.

⁴⁴ Sobre el tema puede consultarse Alma Chapoy Bonifaz, "Derechos especiales de giro y ventas de oro. Potenciales fuentes de financiamiento al desarrollo". *Problemas del Desarrollo*, México, vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre de 1996, pp. 267-302.

nar la inestabilidad de los mercados financieros y por ende estabilizar los tipos de cambio, no es necesario modificar radicalmente la institución ni los actuales acuerdos, siempre y cuando los sistemas se mantengan flexibles y puedan ajustarse a los cambios.

Pese a todas las críticas en su contra, tal como están las cosas, en los años por venir el FMI seguirá siendo el foro en el que se tomen las decisiones en torno al sistema monetario y financiero internacional.

En las diversas reuniones y trabajos surgidos a raíz de la celebración de sus 50 años, se insistió básicamente en la conveniencia de fortalecer el papel del Fondo en la supervisión del funcionamiento del SMI, cualquiera que sea la forma que adopten el sistema cambiario y los acuerdos para proporcionar liquidez internacional.

● LI Asamblea Anual del FMI (1996)

El Comité Provisional del FMI en su reunión celebrada en vísperas de la LI Asamblea Anual, emitió la Declaración Alianza para el crecimiento sostenible de la economía mundial (29 de septiembre de 1996), conteniendo once puntos que Camdessus llamó "los once mandamientos del buen gobierno para la economía mundial", los cuales "emanan de las realidades económicas básicas de los países miembros". Dicha Declaración "amplía y refuerza" la emitida en Madrid dos años antes, sobre la necesidad de la cooperación e integración internacionales, aunadas a una buena política económica interna, con vistas a fortalecer la expansión mundial.

De manera sucinta, cabe destacar los siguientes puntos de dicha Declaración:

1. *Aplicar políticas adecuadas en los campos monetario, fiscal y estructural, las cuales se complementan y se refuerzan mutuamente.*
2. *Evitar que se produzcan grandes desequilibrios.*
3. *Favorecer el ahorro privado.*
4. *Fomentar la convertibilidad de los saldos en cuenta corriente y avances prudentes hacia una mayor libertad de los flujos de capital, mediante esfuerzos encaminados a la promoción de la estabilidad económica y la solidez financiera.*

5. *Lograr el equilibrio presupuestario y una mayor disciplina fiscal en un marco multianual.*

6. *Mejorar la calidad y composición del ajuste fiscal, reduciendo el gasto improductivo, asegurando al mismo tiempo un nivel suficiente de inversión básica en infraestructura.*

7. *Emprender las reformas estructurales con mayor decisión, incluidas reformas en los mercados de trabajo y de mercancías con miras a aumentar el empleo y reducir otras distorsiones que obstaculicen la eficiente asignación de los recursos, de modo que las economías sean más dinámicas y estén en mejores condiciones de hacer frente a circunstancias adversas.*

8. *Asegurar la solidez de los sistemas bancarios mediante una reglamentación prudente y una supervisión estricta, una mejor coordinación, una mejor evaluación del riesgo crediticio, rigurosas normas sobre coeficientes de capital, información oportuna sobre la situación financiera de los bancos, medidas para evitar el blanqueo de dinero, y una mejor gestión bancaria.*⁴⁵

Respecto a esto último, la situación del sector bancario en el nivel mundial, el FMI se propone colaborar con los responsables de la reglamentación de las actividades bancarias y financieras para idear estrategias que eviten la repetición de ruinas financieras: "Al conjugar la supervisión y el financiamiento del Fondo con la asistencia técnica y los recursos financieros de otras instituciones, se puede crear una masa crítica de instrumentos y acciones que pueden servir para empezar a cambiar las cosas."⁴⁶

El lavado de dinero afecta a la macroeconomía de los países y por tanto es motivo de inquietud para el FMI. Al procurar reforzar y multiplicar las acciones que mejoren los sistemas bancarios y financieros y los hagan menos vulnerables, el Fondo cree poder

⁴⁵Durante la reunión, Camdessus calificó a la fragilidad de los sistemas bancarios nacionales como el "talón de Aquiles" de la economía mundial actual. Por su parte el G-10, en un comunicado de prensa (29 de septiembre de 1996), subrayó "...la importancia de que los bancos y otras instituciones financieras sean solventes y seguras y de que las estructuras de los mercados financieros sean sólidas a fin de garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional. Señalaron la conveniencia de intensificar la cooperación entre las autoridades encargadas de velar por la estabilidad financiera y de redoblar los esfuerzos para fortalecer los sistemas financieros de las economías con mercados emergentes".

⁴⁶Conferencia de prensa de Michel Camdessus (3 de octubre de 1996).

encontrar fórmulas para reducir las oportunidades de que se lleve a cabo ese tipo de actividad.

El último punto del comunicado de prensa del Comité Provisional reviste particular interés para el objeto de este estudio, pues en él se solicita al Directorio Ejecutivo:

9. "...que prosiga con su análisis de los flujos de capital y sus repercusiones, con miras a considerar una posible modificación del Convenio Constitutivo."⁴⁷

De hecho, ya se ha establecido un marco más preciso para las consultas del artículo IV, prestando mayor atención a la supervisión regional y a la evolución de la cuenta de capital en países en los cuales una situación desfavorable pueda tener repercusiones de consideración en el exterior.

En la Declaración mencionada anteriormente se contemplan: la estabilidad de los tipos de cambio y evitar desajustes significativos entre las monedas como la consecuencia natural de la aplicación de políticas macroeconómicas y medidas acertadas para impedir que se produzcan grandes desequilibrios.

El G-7 tiene responsabilidades especiales por emitir las monedas clave. Durante la reunión sorprendió que por primera vez en mucho tiempo, el Comité Provisional estimara que no existían desajustes significativos entre las divisas:

...(tomó nota) del mejoramiento de las condiciones en los mercados de cambios entre las principales monedas, de la continua y rápida expansión del comercio exterior y las corrientes financieras y *del papel cada vez más destacado que desempeña el libre juego de las fuerzas del mercado en todo el mundo.*⁴⁸

Sobre la preeminencia cada vez mayor que se le concede al mercado, se manifestó también el señor Eduardo Aninat, Ministro de Hacienda de Chile, presidente de las Reuniones Anuales del Fondo y del Banco, al inaugurar las mismas:

⁴⁷ *Boletín del FMI*, Publicación quincenal del Fondo (Washington), vol. 25, núm. 19, 21 de octubre de 1996, p. 326.

⁴⁸ Comunicado de prensa emitido al término de la reunión del Comité Provisional de la Junta de Gobernadores del FMI (Washington, 29 de septiembre de 1996), *Boletín del FMI*, Publicación trimestral del FMI (Washington), vol. 25, núm. 19, 21 de octubre de 1996, p. 325.

...la combinación provechosa de democracia y economía de mercado es una base necesaria para el desarrollo económico [...] En consecuencia, los esfuerzos se concentran cada vez más en la consolidación y el fortalecimiento de los mecanismos de mercado y de las instituciones sociales y políticas...⁴⁹

En su respectivo comunicado de prensa, el G-24 insistió en su lucha de años por tratar de aumentar la proporción de las cuotas correspondientes a los países subdesarrollados. Asimismo, resaltó la importancia de mantener el equilibrio existente en la representación de los países miembros y las regiones en el Directorio Ejecutivo y de llevar a cabo una revisión del número de votos básicos.

En dicho comunicado, el Tercer Mundo hizo su acostumbrada exhortación a los países industrializados, ya que ellos determinan la estabilidad de los mercados internacionales de capital. Señalaron que la falta de equilibrio de las políticas macroeconómicas y una insuficiente coordinación de las medidas de política, pueden dar origen a fuertes fluctuaciones en las tasas de interés y en los tipos de cambio. Las tasas de interés a largo plazo de los mercados internacionales de capital siguen siendo elevadas en términos reales, por lo cual los países industriales deben avanzar más en materia de ajuste fiscal.

Asimismo insistieron en que los industrializados abran más sus mercados a las exportaciones procedentes de los países subdesarrollados. Otro aspecto abordado por el G-24 fue el de la Asistencia Oficial para el Desarrollo (AOD), la cual se redujo a 0.27% del PNB en 1995, el nivel más bajo de los últimos diez años, siendo que el objetivo acordado es de 0.7% del PNB. Las corrientes de capital privado hacia los países subdesarrollados han aumentado, pero siguen concentrándose en un número limitado de países (véase cuadro 23).

Durante la Asamblea del Fondo y del Banco, surgió una iniciativa conjunta para ayudar a los países pobres muy endeudados a reducir su deuda externa a niveles viables en el mediano plazo.

⁴⁹ Boletín del FMI, *ibidem*, p. 319.

Ya en la reunión del Comité Provisional del FMI (abril de 1996), se había mencionado que constituyendo las tenencias de oro del FMI una fuente potencial de recursos monetarios internacionales, podría venderse un monto de ellas (se habló de 5%). En la Asamblea Anual (octubre de 1996) se insitió sobre esta idea.⁵⁰ Estando el precio de ese metal muy por encima de los 300 dólares la onza, podrían derivarse recursos importantes para los países subdesarrollados.

En cuanto a los DEG, se alcanzó un consenso sobre el principio de que todos los países miembros deben recibir una proporción equitativa de las asignaciones acumulativas de ese activo de reserva. Ello requeriría una enmienda del Convenio Constitutivo en virtud de la cual se realizaría, por una sola vez, una asignación de DEG basada en un coeficiente común de referencia resultante de la relación entre los DEG que se les han asignado y las cuotas actuales. El Comité no llegó a acuerdo sobre el monto, pero Camdessus repitió su propuesta de 26 600 millones de DEG, para igualar las asignaciones acumulativas de todos los países miembros en relación con sus cuotas (a 33 por ciento).

En la sesión de clausura, Camdessus aludió a lo dicho por el vicepresidente de Estados Unidos, Al Gore, en el sentido de que la prosperidad y la paz no son alcanzables sin un sistema económico internacional sólido y si los países se mantienen aislados unos de otros.

⁵⁰Esta idea no es nueva. Pueden encontrarse propuestas al respecto en Rubén P. Méndez, *International Public Finance. A New Perspective on Global Relations*. Oxford University Press, 1992, pp. 272-273.



C

onsideraciones finales

El problema de la deuda en los años ochenta, el derrumbe de los mercados de valores en 1987 y las crisis financieras de los noventa, con todas sus consecuencias, obedecen a la dinámica de un régimen económico mundial basado en el monetarismo y en el neoliberalismo, en el cual los países subdesarrollados, con un problema endémico y sistémico de falta de capital, se ven atrapados y obligados a dismantelar sus sistemas de protección. Para atraer fondos del exterior, tienen que permitir el libre flujo de las corrientes de capital y mantener tasas de interés atractivas que en lo interno atentan contra su crecimiento. Además están a merced de las medidas económicas adoptadas por los países avanzados, incluyendo de manera importante las financieras.

Es la actual preponderancia del sector financiero sobre el productivo, lo que determina un entorno económico inestable, al cual no ha podido hacer frente la coordinación de las políticas macroeconómicas de los principales países industriales.

Con las formas imperantes de organización de las fuerzas económicas, políticas y sociales, regiones enteras quedan marginadas del desarrollo. En la gran mayoría de los países subdesarrollados, el capital –nacional o extranjero– se aplica a los fines más rentables para los inversionistas institucionales y no a los deseados por los gobiernos o por los trabajadores, tendientes a promover el desarrollo económico. Este hecho se traduce en que esos países carezcan de los recursos necesarios para incrementar su producción nacional, crear empleos, adquirir tecnologías modernas y, en suma, elevar el nivel de vida de sus pueblos.

En los últimos años, los flujos financieros internacionales –en especial a corto plazo– se han incrementado de manera notable.

Esos movimientos irrestrictos de capital tienden a elevarse y a caer drásticamente, con efectos perjudiciales sobre los tipos de cambio, la oferta monetaria, el ahorro interno y los pasivos externos a corto plazo, todo lo cual desemboca en una vulnerabilidad extrema ante los *shocks* internos y externos.

La estabilidad de la economía mundial no se alcanzará si las potencias económicas persisten en su actitud de no atender los problemas macroeconómicos de las naciones subdesarrolladas, en las cuales la escasez de mano de obra calificada y de capital en condiciones favorables, aunada a la inestabilidad política, determinan un muy bajo nivel de ingresos para sus habitantes. El producto per cápita promedio en el G-7 ascendía en 1994 a 23 808 dólares al año; en el caso de los países subdesarrollados, esa cifra fue de sólo 1 090 dólares. Por otra parte, a los países avanzados, con sólo 15% de la población mundial, les correspondía 68% de la producción mundial y alrededor de 50% del comercio mundial.

Sin restar responsabilidad a los gobiernos de los propios países subdesarrollados, esta disparidad es consecuencia, en buena medida, de las políticas económicas aplicadas por las naciones ricas, responsables de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y, en general, del injusto sistema económico internacional que contribuye a la existencia, en los países subdesarrollados, de fenómenos tales como:

1. *La fuga de capitales.* Gran parte del ahorro de los países subdesarrollados –en vez de financiar la inversión productiva interna– se canaliza al extranjero para adquirir allí activos de alto rendimiento. Esto es consecuencia principalmente de:

a) La presión que ejercen los países económicamente más poderosos –en especial Estados Unidos– sobre los gobiernos de las naciones pobres para que establezcan reformas estructurales que a la postre favorecen la especulación en detrimento de la planta productiva,

b) la oportunidad de obtener fáciles y rápidas ganancias en el mercado internacional de capitales, y

c) la inestabilidad económica y política que caracteriza a los países subdesarrollados.

2. *El problema de la deuda externa.* Vinculado al punto anterior, los países del Tercer Mundo han llegado a depender fuertemente de las entradas de capital del exterior en forma de créditos. Aunque este fenómeno se ha dado desde la segunda posguerra, la magnitud de la deuda acumulada a partir de los años ochenta agobia a muchos países que para cubrir el servicio de su deuda, sacrifican y postergan indefinidamente el desarrollo económico de sus habitantes. La elevación de las tasas de interés en los países prestamistas y la volatilidad en la cotización de las principales divisas, agravan esta situación.

3. *Actuación de las empresas trasnacionales.* Las corrientes de capital internacional hacia los países subdesarrollados adoptan también la forma de inversión extranjera directa, por medio de la cual la empresa de un país crea o amplía filiales en otro, o establece empresas conjuntamente con inversionistas del país huésped (*joint-ventures*). Aunque este tipo de inversión tiene más estabilidad que las inversiones en cartera, sucede que la empresa matriz, al tiempo que transfiere capital y tecnología a su filial, adquiere control sobre las actividades económicas (básicamente producción y comercio) del país huésped. De esta manera, el comercio y la inversión internacionales están dirigidos en gran medida por las empresas trasnacionales. La Unión Europea y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte tienen entre sus principales propósitos lograr una creciente libertad para que dichas empresas operen sin limitación alguna a través de las fronteras.

4. *El intercambio desigual.* A punto de entrar al siglo XXI, este fenómeno subsiste, pues en muchos casos las exportaciones de los países pobres siguen consistiendo básicamente en materias primas, y sus importaciones, en manufacturas de las naciones industriales. Ello obedece en buena medida al dominio de las empresas trasnacionales, que como ya se señaló, ejercen gran influencia en la orientación de la producción y del comercio en los países huéspedes, así como en el establecimiento de los precios de los bienes intercambiados.

Esta situación, de larga data, se presenta ahora en el marco de la integración económica global, la cual profundiza las desigualda-

des entre países ricos y pobres y coloca a estos últimos en un círculo vicioso difícil de romper, a menos que las naciones económicamente más avanzadas asuman sus responsabilidades en el logro de relaciones económicas internacionales más justas.

Pero esos países insisten en calificar a la globalización como “el más poderoso motor para el crecimiento mundial”, y respaldados por instituciones como el FMI, el Banco Mundial y la Organización Mundial de Comercio (OMC), exigen a las naciones del Tercer Mundo “reformas estructurales ineludibles” que “atraigan a los inversionistas y les ofrezcan garantías”. Por el contrario, la UNCTAD reconoce los daños que ocasiona la mundialización, al marginar y excluir del desarrollo a cientos de millones de personas, ya que sólo los países que están preparados para liberalizar las fuerzas del mercado y competir con éxito en el mundo, pueden esperar alcanzar un crecimiento económico real en un mundo globalizado.

La creciente liberalización e integración de los mercados financieros, junto con los rápidos avances tecnológicos en las comunicaciones, han hecho sumamente vulnerables los mercados financieros de los países subdesarrollados –y en general toda su economía– al permitir que enormes corrientes de capital, en extremo volátiles, crucen las fronteras en uno y otro sentido.

Los nuevos riesgos quedaron de manifiesto en la crisis del peso mexicano en 1994-1995, que si no repercutió más severamente en todo el sistema financiero internacional, fue por el “paquete de rescate” más cuantioso hasta ahora ¡de 50 000 millones de dólares!

Las crisis cada vez más frecuentes en la economía mundial, obedecen en parte a la desregulación radical y a la laxa supervisión. Resulta evidente la falta de medios para regular o administrar la gran movilidad del capital y la continua creación de nuevos instrumentos financieros.

Ante el poder y la magnitud de las corrientes de capital especulativo, en años recientes han empezado a idearse mecanismos protectores del sistema financiero mundial, siendo los más recientes el establecimiento de los Nuevos Acuerdos de Préstamo y del Sistema de Divulgación de Datos en el FMI; los 25 principios básicos establecidos en el Informe del Comité de Supervisión Bancaria de

Basilea y las propuestas para estabilizar los mercados emergentes, preparadas por el G-10 y seis países subdesarrollados, entre ellos México. Dichas normas incluyen el establecimiento de niveles mínimos de capitalización para empresas financieras, la publicación oportuna de información sobre sus operaciones y una estructura de supervisión.

Estados Unidos y algunos de sus aliados –junto con instituciones como el FMI y la OMC– confían en que los nuevos métodos para supervisar la salud de los sistemas bancarios, de los mercados de capital y de las empresas transnacionales, permitirán avanzar en las reformas estructurales tendientes a liberalizar aún más las economías y a continuar el proceso de apertura de mercados que, según la corriente neoliberal aún vigente, son requisitos indispensables para la creación de empleos y para alcanzar altas tasas de crecimiento en todo el mundo. Las políticas neoliberales están en la raíz del actual ciclo expansivo de más de seis años en Estados Unidos.

Pero sucede que ni siquiera en el G-7 existe consenso en seguir aplicando el modelo neoliberal, sobre todo en lo referente a la continua exaltación de las fuerzas del mercado y a la marcha acelerada hacia la integración, la reducción del papel del Estado, la flexibilidad laboral, la privatización de los servicios públicos y el desmantelamiento de los sistemas de seguridad social. Aunque se reconoce que a estas alturas es irreversible la consolidación del proceso globalizador, no se aceptan las exigencias de sacrificios y reformas estructurales que impactan en especial al mercado laboral.

El arribo al poder del socialista Lionel Jospin en Francia y del laborista Tony Blair en el Reino Unido, obedeció precisamente a que amplios sectores de la población europea no están dispuestos a transigir con la aplicación a ultranza de los draconianos planes neoliberales tendientes a lograr la convergencia económica, como preludio a la unión económica y monetaria europea. De ninguna manera aceptan lo dicho por Clinton en el sentido de que “el proceso de cambio económico inevitablemente implica una determinada cantidad de destrucción creativa” (obviamente, de los sectores más débiles de la población mundial).

A su regreso de la Cumbre del G-7 (Denver, Colorado, Estados Unidos, junio de 1997) Tony Blair, Primer Ministro del Reino Uni-

do y anfitrión de la Cumbre de 1998, expresó su deseo de que en esa ocasión se exploren las posibilidades de encontrar una alternativa entre el proteccionismo y la apertura absoluta, un sistema que se ocupe del bienestar de toda la población y no sólo de estimular la competencia, la eficiencia y las ganancias de capital.

Incluso el Banco Mundial en su *Informe sobre el desarrollo mundial 1997: el Estado en un mundo en transformación*, afirma que se fue demasiado lejos en el desmantelamiento del Estado; de acuerdo con lo anterior hace ver que la prosperidad de los pueblos y mercados requiere de un Estado eficaz, creíble, exento de corrupción y que catalice las energías de la empresa privada y de las personas. Lo anterior no significa que haya dado un giro respecto a su tradicional posición; lo que ocurre es que ha visto la necesidad de que el Estado siga protegiendo y apoyando a la empresa privada.

Abundando al respecto, señala que el desarrollo económico y social sólo es alcanzable si el Estado cumple con sus funciones de:

- a) Establecer un orden jurídico básico,
- b) aplicar políticas macroeconómicas adecuadas,
- c) realizar inversiones en servicios sociales fundamentales y en infraestructura, y
- d) crear una red de seguridad integral para los sectores marginados.

Las políticas monetaristas que atentan contra el proceso productivo, características del neoliberalismo, han hecho que los agregados monetarios y financieros no guarden proporción alguna con la producción real; de ahí que se hable de una "burbuja financiera mundial" a punto de estallar. La desregulación de los mercados financieros, lejos de favorecer un crecimiento económico real, sirve solamente al interés de los especuladores, pues contrae el empleo productivo, la productividad y, en general, la producción de los bienes requeridos por la sociedad.

Con base en ello, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) afirma que está en marcha el proceso de *desintegración del sistema monetario y financiero internacional*. Considerando lo anterior, los países subdesarrollados, apoyados por algunos industrializados como

Francia, deben retomar la vieja iniciativa de convocar a una Conferencia Monetaria y Financiera Internacional (un segundo Bretton Woods), con vistas a emprender una reforma a fondo del sistema monetario y financiero internacional.

Esto es urgente en vista de que el actual contexto internacional, al desalentar la inversión en el sector productivo y estimular la especulación, ha intensificado los disturbios en las relaciones monetarias internacionales, caracterizadas desde hace tiempo, por una situación de inestabilidad de las principales divisas, fluctuaciones en las tasas de interés, erráticos y cuantiosos movimientos de capital internacional y problemas de fuga de capitales y de deuda externa.

En estas condiciones, obviamente resulta incontrolable el mercado cambiario en el cual se comercia diariamente más de un billón de dólares en divisas (un trillón para Estados Unidos), de los cuales únicamente una cuarta parte puede atribuirse al comercio de bienes y servicios y el restante 75% a la especulación, protección e inversión.

Una de las consecuencias de la expansión de los mercados internacionales de capital ha sido la ampliación y profundización de las asimetrías en el Sistema Monetario Internacional, respecto a las existentes bajo el régimen de Bretton Woods. La asimetría se manifiesta ahora no sólo entre los países con moneda de reserva y el resto de los países, sino también entre los que pueden obtener reservas en préstamo y los que no pueden hacerlo por carecer de solvencia. Así pues, el actual Sistema Monetario Internacional –al ser discriminatorio y asimétrico en la creación y distribución de la liquidez internacional– ha perjudicado en forma sistemática a los países subdesarrollados.

Lo anterior ha hecho más evidente que nunca antes, la conveniencia de recuperar cierto grado de control sobre la creación de reservas, como parte de un sistema administrado internacionalmente. De acuerdo con las propuestas de Roosa, Coats, Polak y otros autores, el DEG podría hacer una contribución importante en este sentido.

El SMI requiere de un mecanismo para proporcionar liquidez, tanto condicional como incondicional. El DEG, emitido y regulado

en el nivel internacional, tiene ventajas evidentes sobre una situación aleatoria y costosa, en la que se depende de los mercados de capital privados.

La necesidad de recurrir excesivamente al crédito se reduciría si se proporcionaran reservas con regularidad a través de diferentes canales, uno de los cuales podría ser la asignación de DEG. Puesto que éste se creó para complementar las reservas cuando fuera necesario, algunos especialistas sugieren que utilizar las asignaciones de DEG para complementar el crédito privado, *representaría una red de seguridad* para la economía mundial, en caso de que el SMI experimentara dificultades graves.

Asignaciones de DEG ligadas al financiamiento al desarrollo, podrían constituir una aportación cuya importancia dependería de su monto y condiciones y de medidas complementarias en otros ámbitos. Dichas asignaciones constituirían una compensación por las asimetrías e inequidades que se han señalado en el actual SMI.

Varios expertos plantean también la necesidad de una profunda reforma fiscal que sustituya el ancla del tipo de cambio por un ancla monetaria y fiscal.

El debate respecto a si la reforma del SMI debe centrarse inicialmente en los tipos de cambio mismos o en la coordinación de las políticas económicas, lleva a pensar que ambos elementos son inseparables y mutuamente dependientes. La propuesta de la Comisión de Bretton Woods fue precisamente en el sentido de establecer *zonas meta* para las relaciones dólar-yen y dólar-DM, y un sistema de coordinación "más estructurado" de las políticas macroeconómicas entre el G-7 y en especial entre Estados Unidos, la República Federal Alemana (RFA) y Japón. Lo anterior significa que pese a los relativos fracasos del Sistema Monetario Europeo y de la coordinación macroeconómica, no se ha podido idear una mejor forma de tratar de estabilizar los mercados de cambio.

Algunos autores plantean una tercera alternativa, que en cierta forma podría englobar a las dos anteriores: la creación de bloques monetarios en torno cada uno de ellos a una de las tres divisas clave (dólar, yen y marco alemán o euro).

Si bien existe la posibilidad de que surja este sistema monetario tripolar, por el momento no se avizoran perspectivas de que tal evolución pueda ocurrir a corto o mediano plazos.

Se afirma esto porque la economía estadounidense sigue siendo con mucha ventaja la mayor del mundo en términos de producción y comercio y sus mercados financieros son los más desarrollados y líquidos, lo que asegura que su moneda se mantendrá en un papel central, aunque disminuido respecto al pasado.

Durante décadas el dólar ha sido un refugio y un patrón de medida en los volátiles mercados monetarios mundiales. La mayor parte de las reservas internacionales de los países están constituidas por esa moneda (56.4% en 1995), con él se realiza la mayor parte del comercio internacional y –salvo en ciertos periodos de declinación– quienes buscan preservar sus fondos compran esa divisa.

Lo que resulta innegable es que cada vez se deteriora más la confianza en el valor del dólar, por su alternancia de periodos de espectaculares depreciaciones y apreciaciones, sin que hasta ahora se haya visto afectado de manera realmente severa su papel como moneda mundial de reserva. Por ahora ni el marco alemán ni el yen están en condiciones de competir con el dólar.

En apoyo de tal aseveración está el hecho de que el proceso de unión monetaria en el bloque económico regional más integrado a la fecha, la Unión Europea, sigue suscitando dudas aun después de celebrada la Cumbre de Amsterdam (Países Bajos, del 16 al 18 de junio de 1997), que concluyó con un nuevo acuerdo, denominado *Tratado de Maastricht II o Tratado de Amsterdam* y con la adopción de un Pacto de Estabilidad para asegurar el nacimiento del euro.

Aunque un seminario sobre la Unión Europea y el Sistema Monetario Internacional, copatrocinado por el FMI y la Fundación Camille Gutt (Washington, junio de 1997), concluyó que el euro será un “fuerte rival” para el dólar, la fortaleza de éste no se verá seriamente amenazada, al menos en un principio, pues en todo caso la erosión de su poder se producirá sólo de manera muy lenta. Además, un retraso en la aparición del euro u otras contingencias, consolidarían al dólar como único referente válido para la inversión internacional.

El dólar mantiene su predominio como divisa mundial de reserva, pero sin duda alguna la eventual aparición del euro constituiría el principal acontecimiento en el SMI desde el derrumbe del

sistema de Bretton Woods; entre otras cosas, el Banco de Pagos Internacionales prevé que con la llegada de la nueva moneda podría desaparecer al menos un 10% del mercado cambiario.

A pesar de que el probable surgimiento del euro levanta interrogantes sobre su paridad respecto al dólar y al yen, sobre su grado de volatilidad y sobre sus consecuencias en Europa del Este y en los países del área de influencia de la Unión Europea, se confía en que la unión monetaria europea, al reforzar la estabilidad y la integración económica de Europa, se convierta en un *firme pilar del SMI*.

La frecuente turbulencia en los mercados financieros debida, como se ha visto a lo largo de este trabajo, a la volatilidad de los tipos de cambio y a que los inversionistas cambian de manera abrupta la composición de sus carteras, podría ejercer fuerte presión en los primeros tiempos del euro; por tanto, éste tendrá que competir con las otras divisas hasta conquistar su posición en las carteras de los inversionistas. A su vez, los mercados financieros tendrán que adaptarse a nuevos factores cuando se consume la unión monetaria europea. Por todo ello cabe prever que al menos en el corto plazo el euro no será tan atractivo para los inversionistas, como las monedas a las que sustituirá, en especial al marco alemán.

Una vez que entre en vigor la UEM, la participación del FMI será fundamental para evitar que se agraven aún más las asimetrías que se observan actualmente en el proceso de supervisión.

Por esta razón, los ministros del G-24 (octubre de 1996), instan al Fondo a asumir el liderazgo para que la "cada vez más probable transición a un sistema monetario tripolar" ocurra con base en una coordinación internacional muy estrecha, a fin de reducir al mínimo la inestabilidad en los mercados cambiarios y de capital y crear condiciones más favorables para la prosperidad mundial.

Como siempre, el papel internacional del dólar, del euro y del yen dependerá del uso que terceros países hagan de cada uno de ellos como moneda ancla.

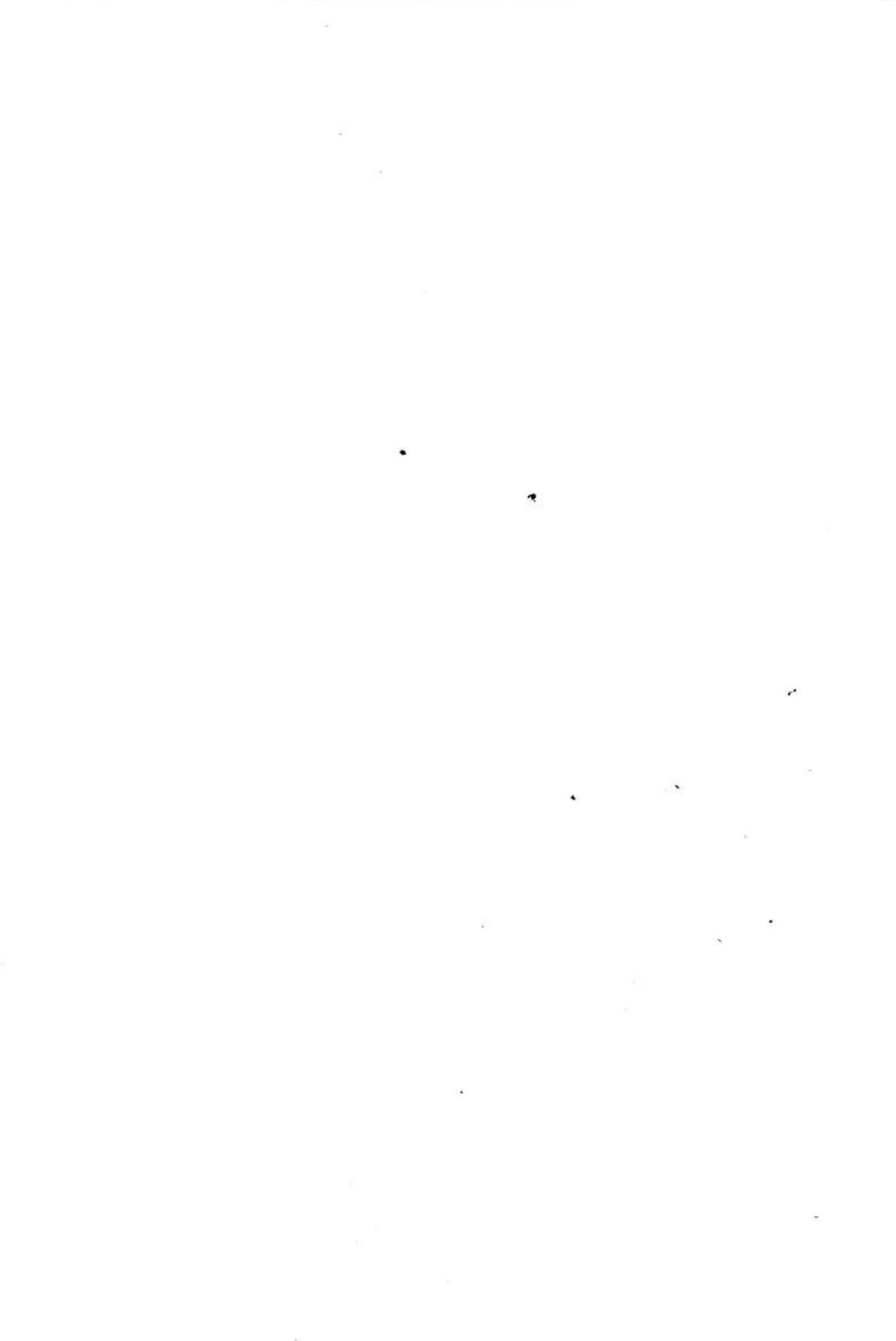
En definitiva, será el éxito de la Unión Europea en lograr una economía más dinámica tras la introducción del euro, y no la unión monetaria en sí, lo que determinará qué tan ampliamente será utilizado el euro como moneda de reserva. Esto será fundamental

para que los otros bloques económicos decidan a su vez emprender o no el camino hacia una unión monetaria.

Si en algún momento llegara a darse un predominio monetario compartido por los tres polos de poder económico y financiero y el establecimiento de *zonas meta* entre sus divisas, así como una nueva asignación de DEG, todo ello significaría simplemente la adopción de medidas impuestas por las circunstancias, no el fruto de una reforma monetaria auténtica y planeada. Ésta sólo podría ser el resultado de una Conferencia Internacional Monetaria y Financiera –a la que se hizo referencia párrafos atrás– que desde luego no incluiría sólo los problemas monetarios, sino también los relativos al comercio mundial, a los mercados de capital y al financiamiento adecuado que se requiere para promover el desarrollo y para aliviar el peso del servicio de la deuda externa de las naciones débiles.

A fin de combatir la extrema desigualdad en las relaciones económicas internacionales, será indispensable que los países industrializados acaten cierta disciplina monetaria y financiera y que se establezca un tratamiento preferencial para las naciones del Tercer Mundo, además de garantizar a éstas una equitativa participación en la toma de decisiones en la escena internacional.

Ya se ha visto cómo desde hace años los miembros del G-7, en especial Estados Unidos, la RFA y Japón, se han autoerigido en árbitros de la política económica mundial. El hecho de que en ellos se concentre más de la mitad de la producción y el comercio mundiales, no justifica que sean los únicos que determinen el curso de la economía global. La adecuada participación del Tercer Mundo, por la que claman desde hace décadas los países que lo integran y los sectores progresistas de las naciones desarrolladas, resulta ya ineludible e impostergable.



● Notas al cuadro 16

Valores y facilidades suscritos son aquéllos en que existe un suscriptor primario de una emisión que posteriormente se coloca en el mercado. La mayoría de las emisiones son suscritas por banqueros inversionistas, que por un porcentaje del valor final, garantizan que la emisora recibirá una cantidad acordada de la emisión.

Bonos *straight* son aquellos vendidos sin descuento en una cantidad dada.

Bonos cupón cero, no pagan interés y se comercian con un descuento antes de la maduración. (Los cupones son los apéndices seriados y adheridos a un valor, que se utilizan para cobrar los intereses en el caso de los bonos, o los dividendos si se trata de acciones.)

Bono convertible es un bono ordinario unido a una opción sobre las acciones de una empresa; ésta emite un bono estándar de largo plazo a una tasa de cupón fija, acompañada de una opción que permite a los poseedores cambiar cada bono por un número específico de acciones comunes. El precio de ejercicio es igual a la fracción del valor total del bono, que debe ser entregado a cambio por cada acción. En algunos casos el bono sólo puede ser convertido en un periodo específico, por ejemplo, no antes de los dos años siguientes a la emisión original del bono. Alternativamente, la "tasa de conversión", esto es, el número de acciones por 1 000 dólares de bonos redimidos, puede decrecer después de algún punto para alentar su pronta conversión, o el acuerdo puede incluir una cláusula que permita a la empresa obligar a la conversión después de determinada fecha.

FRN (Floating Rate Notes), son instrumentos con una maduración de entre cinco y quince años y tasa de interés que se ajusta a intervalos regulares con base en la Libor (London Interbank Offered Rate), más un margen añadido que refleja el riesgo del cliente. La Libor, es la tasa a la cual los bancos que operan en el mercado londinense se prestan entre sí de un día a otro (*overnight*), para hacer frente a sus necesidades de reserva y liquidez; sirve como pivote sobre el cual se basan las tasas de muchos otros instrumentos financieros en los euromercados. Muchas FRN son emitidas por los propios bancos.

El término euromercados se usa para describir los mercados en instrumentos financieros basados en divisas que no son las del país de origen. Los préstamos hechos en Europa con dólares de Estados Unidos se denominan préstamos en eurodólares. Los eurobonos son bonos emitidos por gobiernos o empresas manejadas por bancos internacionales o por un sindicato de bancos y colocados entre inversionistas en el nivel mundial; pueden estar denominados no sólo en dólares estadounidenses, sino también en libras esterlinas, marcos alemanes, francos suizos, yenes y otras de las llamadas monedas "fuertes". El prefijo "euro" no significa que estos valores internacionales necesariamente estén en poder de una institución financiera europea, o que se comercien en Europa. El nombre se adoptó porque estos mercados se desarrollaron inicialmente en Europa,

principalmente en Londres. Actualmente puede haber valores en dólares negociados en Singapur o eurobonos denominados en marcos, creados y comerciados en Tokio.

Los euromercados surgieron a fines de los años cincuenta, cuando el gobierno estadounidense tenía un considerable déficit en la balanza de pagos y cubría sus deudas internacionales en dólares más que en oro. Los exportadores e inversionistas extranjeros recibían esos dólares que iban a dar a bancos europeos. En los años sesenta y setenta varios acontecimientos determinaron el crecimiento del nuevo mercado: 1. las políticas económicas del gobierno estadounidense, fundamentalmente el impuesto de igualación de intereses (1963) que impulsó a las empresas transnacionales a retener los dólares en el extranjero. 2. controles sobre la tasa de interés determinaron periodos de racionamiento del crédito en Estados Unidos, haciendo atractivo para sus empresas expandirse en el extranjero para pedir prestado en los mercados de eurodólares. 3. La cuadruplicación de los precios del petróleo en 1973, a resultas de lo cual los países de la OPEP acumularon grandes cantidades de dólares que fueron reciclados mediante los euromercados.

Los participantes en los euromercados –como prestatarios o como prestamistas– son empresas transnacionales, estados soberanos, gobiernos locales, empresas estatales y agencias internacionales. Debido a la escasa regulación, es difícil calcular el monto de estos mercados, sin embargo, sus créditos pendientes exceden a los 4 billones de dólares.

Londres es el principal centro euronegociador, correspondiéndole una mitad del volumen total. Nueva York, Tokio, Frankfurt, Singapur y Luxemburgo son también centros importantes donde se desarrollan las actividades de los euromercados. Tales actividades no ocurren en un lugar central de negociación, sino en una gran cantidad de mercados secundarios que operan electrónicamente las 24 horas del día, vinculando a los bancos y a otras instituciones financieras.

En los euromercados se ha llevado a cabo una fuerte innovación financiera, que se ha traducido en la continua creación de nuevos instrumentos financieros tendientes a satisfacer las necesidades de sus clientes internacionales. Han surgido así las ya mencionadas FRN (notas a tasa flotante), los Programas de papel comercial europeo (euro-commercial paper programmes, ECPP), las RUF (facilidades revolventes suscritas), las NIF (note issuance facilities) y las MOF (facilidades multiopción). Existen también los Programas para euronotas a plazo medio (medium term euro-note programmes, MTENP). El papel comercial europeo es emitido directamente por las empresas en una forma análoga al papel comercial en Estados Unidos. Este tipo de instrumento compete con las FRN.

Excepto las FRN, los demás instrumentos mencionados son emisiones de una serie de notas a corto y a medio plazo que se traslapan entre sí, con una duración que va de tres a seis meses.

● Notas a los cuadros 20 y 21

Una opción es el derecho a comprar (en el caso de una *call option*) o vender (*put option*) un bien, servicio o valor en el futuro. El comprador de la opción paga un precio, por el cual el vendedor acuerda proporcionar el bien, servicio o valor a un precio fijo llamado precio del ejercicio (o *striking price*), en una fecha futura, si el poseedor de la opción decide ejercerla.

A principios de los años setenta, las opciones sobre acciones eran negociadas en una base individual entre dos partes por medio de un corredor o agente de bolsa, lo cual requería la coincidencia de un comprador y un vendedor con necesidades complementarias en el mismo momento. En tales circunstancias, los costos de transacción eran altos y el volumen de negociación muy limitado. La falta de estandarización y la posi-

bilidad de incumplimiento por los participantes hacía difícil revender las opciones, de tal modo que éstas resultaban ilíquidas.

Actualmente, en Estados Unidos las opciones accionarias se comercian en sus principales mercados de valores y en el Chicago Board Options Exchange. Fuera de ese país, los principales mercados se encuentran en Londres y Amsterdam. Esta comercialización ha sido posible por la estandarización de los contratos de opciones: en vez de que compradores y vendedores individuales acuerden sobre los términos precisos del contrato, cada mercado lista un número limitado de fechas de expiración y de precios de ejercicio, lo cual, además de reducir los costos de transacción, hace que las opciones sean fácilmente negociables.

En Estados Unidos ha surgido la Options Clearing Corporation, cámara de compensación de opciones entre compradores y vendedores. Una vez acordado el precio de una opción en el mercado, la cámara actúa como el vendedor a todos los compradores y como el comprador de todos los vendedores. La cámara garantiza el cumplimiento del contrato, eliminando la necesidad de cada una de las partes de verificar la credibilidad de la otra antes de negociar.

Los contratos de futuros implican un contrato para comprar o vender una mercancía o un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura. Difieren fundamentalmente de una opción porque conllevan la obligación de comprar o vender en una fecha futura, no simplemente el derecho a hacerlo. En otras palabras, a diferencia de las opciones, los futuros deben ser ejecutados.

El comercio de futuros está entre las actividades de más rápido crecimiento en el sector financiero. Hasta los setenta estuvo en gran medida confinado a las mercancías agrícolas y a los metales. La introducción de futuros financieros cambió drásticamente el panorama. Primero los futuros llegaron a las divisas, luego a las tasas de interés y más recientemente a los índices accionarios.

Una de las áreas de más rápido crecimiento de los euromercados (véase explicación al siguiente cuadro) en años recientes ha sido el área de los *swaps*. Hasta 1985 era este un mercado pequeño; en 1995, el total de *swaps* pendientes ascendía a varios billones de dólares.

Los *swaps* permiten a dos prestatarios cambiar el carácter de sus respectivas deudas. En un *swap* de tasas de interés, un prestatario que considera conveniente cambiar su deuda de tasa fija a tasa flotante, permuta su pasivo con otro prestatario que desee hacer exactamente lo opuesto. En un *swap* de divisas, un prestatario que por ejemplo quiera reducir sus deudas en marcos alemanes y sustituirlas por un pasivo en francos suizos, puede hacerlo permutando con otra parte que desee efectuar la operación contraria.



Bibliografía

- AGHEVLI, Bijan B. y otros, *The Role of National Saving in the World Economy, Recent Trends and Prospects*, Occasional Papers, núm. 67, FMI, Washington, 1990.
- AINLEY, Michael, *Los acuerdos generales para la obtención de préstamos*, Serie de Folletos, FMI, Washington, 96 pp.
- ALEXANDER, William E. y otros, *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*, Occasional Papers, núm. 126, FMI, Washington, 1995.
- ARNDT, Sven W. y J. David Richardson (comps.), *Real-Financial Linkages Among Open Economies*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1987.
- BARTOLINI, Leonardo y M. Bodnar Gordon, *Are Exchange Rates Excessively Volatile? And What Does "Excessively Volatile" Mean, Anyway?*, WP/95/86, FMI, Washington, 1995.
- BATTEN, Dallas S. y otros, *The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures*, Occasional Papers, núm. 70, FMI, Washington, 1990.
- BAUMGARTNER, Ulrich y Guy Meredith (comps.), *Saving Behavior and the Asset Price "Bubble" in Japan: Analytical Studies*, Occasional Papers, núm. 124, FMI, Washington, 1995.
- BAUMOL, William J. y otros, *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus Regulation*, Rochester Studies in Managerial Economics and Policy, 1990.
- BERGSTEN, C. Fred, *El Sistema Monetario Internacional en los próximos veinticinco años*, Banco de Pagos Internacionales-Fundación Per Jacobson, Basilea, Suiza, 12 de junio de 1988.
- BILSON, John F.O. y Richard C. Marston (comps.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, Chicago, 1984.
- BLANCO H., Gonzalo y Savita Verma, *El Sistema Financiero en México. Las instituciones, los instrumentos, las operaciones*, Captus Press, Inc. 1996.
- BLEJER, Mario y otros (comps.), *Optimum Currency Areas: New Analytical And Policy Developments*, FMI, Washington, 1997.

- BOUGHTON, James M. y K. Sarwar Lateef (comps.), *Fifty Years After Bretton Woods: The Future Of The Imf And The World Bank*, FMI, Washington, 1994.
- BRUNNER, Karl y Allan H. Meltzer, *Real Business Cycles, Real Exchange Rates And Actual Policies*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 25, Amsterdam, 1986.
- CALVO, Guillermo A. y otros, *Speculative Attacks*, WP/91/10, FMI, Washington, 1991.
- _____ y otros, *The Capital Inflows Problem: Concepts And Issues*, Papers On Policy Analysis And Assessment (PPAA), PPAA/93/10, FMI, Washington, 1993.
- CAPRIO, Gerard, David Folkerts-Landau y Timothy D. Lane (comps.), *Building Sound Finance In Emerging Market Economies*, FMI, Washington, 1994.
- CASHIN, Paul y otros, *International Integration Of Equity Markets And Contagion Effects*, WP/95/110, FMI, Washington, 1995.
- COOPER, Richard, *The International Monetary System: Essays In World Economics*, The MIT Press, Cambridge, 1988.
- CORKER, Robert y otros, *United Germany: The First Five Years: Performance And Policy Issues*, Occasional Papers, núm. 125, FMI, Washington, 1995.
- CROCKETT, Andrew, *The Quest for National and Global Economic Stability*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Países Bajos, mayo de 1986.
- _____ y Morris Goldstein, *Strengthening The International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance, And Objective Indicators*, Occasional Papers, Washington, FMI, 1987.
- CHAPOY BONIFAZ, Alma, *Ruptura del sistema monetario internacional*, México, UNAM, 3a. ed., 1981.
- _____, *¿Hacia un patrón monetario dólar-yen-marco?*, *Problemas del Desarrollo*, vol. XXI, núm. 82, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, julio-septiembre de 1990.
- CHENEY, David M. y Luc D. Everaert, *Promoción de la estabilidad económica*, FMI, Washington, 1994.
- DE LA TORRE, Antonio, *Operaciones de permuta financiera (swaps)*, Ariel, Barcelona, 1996, 251.
- DE GREGORIO, José y Pablo E. Guidotti, *Financial Development and Economic Growth*, WP/92/101, FMI, Washington, 1992.
- DE LA DEHESA, Guillermo, *La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo, ¿es viable?*, Conferencia Per Jacobsson, Fundación Per Jacobsson-Asociación Española de Banca Privada, Madrid, 1994, 48 pp.

- DE LAROSIERE, Jacques, *Financiamiento al desarrollo en un entorno de capital privado*, Conferencia Per Jacobsson, Fundación Per Jacobsson, Washington, 1996.
- DE MENIL, George y Anthony M. Solomon, *Economic Summitry*, Council on Foreign Relations, Inc., Nueva York, 1983.
- DEL CAMPO, Saturnino y otros, *Diccionario de Ciencias Sociales*, Instituto de Estudios Políticos, Madrid, 1975.
- DORN, James y William Niskanen (comps.), *Dollars, Deficits & Trade*, Hingham, MA, Kluwer Academic Publishers, 1989.
- DORNBUSCH, Rudiger y Jeffrey Frankel, "The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", en S. Borner (comp.), *International Finance and Trade*, Macmillan, Londres, 1988.
- DORNBUSCH, Rudiger y Jacob A. Frenkel (comps.), *International Economic Policy*, The John Hopkins University Press, Baltimore, 1979.
- DOWNES, Patrick y Reza Vaez-Zadeh (comps), *The Evolving Role of Central Banks*, FMI, Washington, 1991.
- DWYER, Jr., Gerald P. y R.W. Hafer (comps.), *The Stock Market: Bubbles, Volatility and Chaos*, Hingham, MA, Kluwer Academic Publishers, 1989.
- EATWELL, John, Murray Milgate y Peter Newman, *Economía*, Planeta, Barcelona, España, 1980.
- _____, *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, The Macmillan Press Limited, Hong Kong, 1991.
- EICHENGREEN, Barry y Peter Kenen, *Managing the International Economic under the Bretton Woods System*, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1994.
- FARUGEE, Hamid, *Long-Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective*, WP/94/90, FMI, Washington, 1994.
- FELDSTEIN, Martin (comp.), *International Economy Cooperation*, University of Chicago Press, Chicago, ILL, 1988, 365 pp.
- FERGUSON, Tyrone, *The Third World and Decision Making in the International Monetary Fund. The Quest for Full and Effective Participation*, Printer Publishers, Nueva York, 1988.
- FIELEKE, Norman S., *International Capital Transactions: Should They Be Restricted?*, FMI, Washington, 1993.
- FLOOD, Robert P. y otros, *An Empirical Exploration of Exchange Rate Target-Zones*, WP/91/15, FMI, Washington, 1991.
- _____, y Michael Mussa, *Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy*, WP/94/61, FMI, Washington, 1994.
- FOLKERTS-LANDAU, David y otros, *International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues*, FMI, Washington, 1995, 182 pp.

- FRANKEL, Jeffrey A., *The Yen/Dollar Agreement: Liberalizing Japanese Capital Markets, Policy Analyses in International Economics 9*, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1985.
- FRENKEL, Jacob A. y Morris Goldstein (comps.), *Functioning of the International Monetary System*, FMI, Washington, 1996, 941 pp.
- _____ y Michael Mussa (comps.), *The World Economic System: Performance and Prospects*, Auburn House, Dover, Massachusetts, 1984.
- _____ y otros, *Characteristics of a Successful Exchange Rate System*, Occasional Papers, núm. 81, FMI, Washington, 1991.
- FRIEDEN, Jeffrey A. y David A. Lake, *International Political Economy. Perspectives on Global Power and Wealth*, St. Martin's Press, Nueva York, 1987.
- FRIEDMAN, Irving, *Toward World Prosperity*, Lexington Books, Heath and Co., Lexington, Mass., 1987.
- FRIEDMAN, Milton (comp.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956.
- FRIES, Steven M. *Japanese Banks and the Asset Price Bubble*, wp/93/85, Washington, FMI, 1993.
- GEIGER, Theodore, *The Future of the International System. The United States and the World Political Economy*, Allen & Unwin, Inc., Winchester, MA, 1988.
- GHOSH, Atish y otros, *Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?*, wp/95/121, FMI, Washington, 1995.
- GOLDSTEIN, Morris, *Strengthening the International Monetary System; Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators*, Occasional Paper, núm. 50, FMI, Washington, febrero de 1987.
- _____ y otros, *Policy Issues in the Evolving International Monetary System*, Occasional Papers, núm. 96, FMI, Washington, 1992.
- _____ y Michael Mussa, *The Integration of World Capital Markets*, wp/93/95, FMI, Washington, 1993.
- _____ y otros, *The Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, Occasional Papers, núm. 77, FMI, Washington, 1991.
- GOLUB, Stephen S., *The United States-Japan Current Account Imbalance: A Review*, PPA/94/8, FMI, Washington, 1994.
- GOODE, Richard, *Economic Assistance to Developing Countries Through the IMF*, Brookings Institute, Washington, 1985.
- GREEN, John H., *Inflation Targeting: Theory and Policy Implications*, Documento de Trabajo, wp/96/65, FMI, Washington, 1996.
- GUTH, Wilfred (moderador), *Economic Policy Coordination*, FMI, Washington, 1988.

- HERIN, Jan, Assar Lindbeck y Johann Myhrman (comps.), *Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy*, Westview Press, Boulder, Colorado, 1977.
- HIGASHI, Chikara y G. Peter Lauter, *The Internationalization of the Japanese Economy*, Kluwer Academic Publishers, Hingham, MA, 1990.
- HORIGUCHI, Yusuke, *The United States Economy: Performance and Issues*, FMI, Washington, 1992.
- HOUTHAKKER, Hendrik S. y Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*. Oxford University Press, Inc., Nueva York, 1996, 361 pp.
- HSU, Robert C., *The MIT Encyclopedia of the Japanese Economy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1994, 406 pp.
- HULL, John C., *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, Prentice Hall, Madrid, 1995, 484 pp.
- IWAMI, Toru, *The Internationalization of Yen and Key Currency Questions*, wp/94/41, FMI, Washington, 1994.
- JAMES, Harold, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, FMI y Oxford University Press, 1996, XVI+742 pp.
- KASHIWAGI, Yusuke, *La nueva dimensión mundial de las finanzas*, Fundación Per Jacobsson, Washington, 28 de septiembre de 1986.
- KENEN, Peter B., *EMU after Maastricht*, Grupo de los Treinta, Nueva York, 1992.
- _____ (comp.), *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
- KIM, Haksu, *Investing and Managing Money in International Capital Markets. Fundamental Analysis Worldwide. Financial Statement Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., Nueva York, 1996, vol. 1, 400 pp.
- KINDLEBERGER, Charles P., *International Capital Movements*, Cambridge University Press, Nueva York, 1987.
- _____, *A financial History of Western Europe*. Oxford University Press, 2a edición, 1993.
- KRAUSE, Lawrence A., *Speculation and the Dollar. The Politics of Foreign Exchange Markets*, Westview Press, Boulder, Colorado, octubre de 1990.
- KRUGMAN, Paul R. y Maurice Obstfeld, *Economía Internacional*, McGraw Hill/Interamericana de España, Madrid, 1995a, 962 pp.
- _____ (comp.), *Trade with Japan. Has the Door Opened Wider?*, The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, 1995b.
- KUTTNER, Robert, *The End of Laissez Faire. National Purpose and the Global Economy, After the Cold War*, University of Pennsylvania Press, 1991.

- LEVICH, Richard M., *Overshooting in the Foreign Exchange Market*. Occasional Paper núm. 5, Grupo de los Treinta, Nueva York, 1981.
- LINDGREN, Carl-Johan, Gillian García y Matthew Y. Saal, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, FMI, Washington, 1996.
- MAKIN, John H. (comp.), *Exchange Rate Targets: Desirable or Disastrous?*, American Enterprise Institute for Public Research, Washington, 1986, 61 pp.
- MANSELL CARSTENS, Catherine, *Las nuevas finanzas en México*, Milenio, México, 1992.
- MARSH, David, *The Bundesbank. The Bank that Rules Europe*, Heinemann, Londres, 1992.
- MATHIESON, Donald y Liliana Rojas-Suárez, *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, WP/92/46, FMI, Washington, 1992.
- _____ y Liliana Rojas-Suárez. *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, Occasional Papers, núm. 103, FMI, Washington, 1993.
- MCKINNON, Ronald I., *An International Standard for Monetary Stabilization. Policy Analyses in International Economics 8*, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1985.
- MÉNDEZ, Rubén P., *International Public Finance. A New Perspective on Global Relations*, Oxford University Press, 1992, 297 pp.
- MISHKIN, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Scott, Foresman and Co., 2a. edición, 1989; Harper Collins Publisher, Nueva York, 1992.
- MUNDELL, Robert A., *Monetary Theory*, Pacific Palisades, CA. Goodyear, 1971.
- _____, *Do Exchange Rates Work? Another View*, WP/91/37, FMI. Washington, 1991.
- MUSSA, Michael, James M. Boughton y Peter Isard (comps.), *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Monetary System*, FMI, Washington, 1996.
- _____, Morris Goldstein, Peter B. Clark, Donald J. Mathieson y Tamin Bayoumi, *Improving the International Monetary System: Constraints and Possibilities*, Occasional Papers, núm. 116, FMI, Washington, 1994.
- POOL, John Charles y Stephen C. Stamos, Jr., *International Economic Policy. Beyond the Trade and Debt Crisis*, Lexington Books, 1989, 143 pp.
- POSNER, Michael, *Problems of International Money, 1972-1985*, FMI, Washington, 1986.
- QUIRK, Peter J. y otros. *Floating Exchange Rates in Developing Countries: Experience with Auction and Interbank Markets*, Occasional Papers, núm. 53, FMI, Washington, 1987.

- QUIRK, Peter J., *Fixed or Floating Exchange Regimes: Does it Matter for Inflation?*, WP/94/134, FMI, Washington, 1994.
- RODRÍGUEZ DE CASTRO, *Productos financieros derivados*, Limusa, Bolsa Mexicana de Valores y la Ciencia de la Dirección, 1995.
- SCAMMELL, W.M., *The Stability of the International Monetary System*, McMillan Education Ltd., Londres, 1987.
- SELDON, Arthur y F.G. Pennance. *Diccionario de Economía*, Oikostan, Ediciones Villassar de Mar, Barcelona, 1967.
- SHELTON, Judy, "Money Meltdown", en *Restoring Order to the Global Currency System*, The Free Press, Nueva York, 1994, viii+399 pp.
- STEIN, Jerome L., *The Fundamental Determinants of the Real Exchange Rate of the U.S. Dollar Relative to other G-7 Currencies*, WP/95/81, FMI, Washington, 1995.
- SWOBODA, Alexander. *The Euro-Dollar Market: An Interpretation*. Princeton Essays in International Finance 64, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, febrero de 1968.
- _____, *El camino hacia la unión monetaria europea. Enseñanzas del sistema de Bretton Woods*, Basilea, Suiza, Fundación Per Jacobsson, junio de 1991.
- TANZI, Vito, *International Coordination of Fiscal Policies: A Review of Some Major Issues*, WP/88/70, FMI, Washington, 1988.
- TAVLAS, G.S. y Yuzumu Ozeki, *The Internationalization of Currencies: an Appraisal of the Japanese Yen*. Occasional Papers, núm. 90, FMI, Washington, enero de 1992, 56 pp.
- TOWER, Edward y Thomas D. Willett, *The Theory of Optimal Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*, Princeton Special Papers in International Economics 11, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, mayo de 1976.
- TRIFFIN, Robert, *Monetary Reform and the Price of Gold*, The Johns Hopkins Press, Baltimore, 1967.
- _____, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, 1960.
- UNGERER, Horst y otros, *The European Monetary System: Developments and Perspectives*, Occasional Papers, núm. 73, FMI, Washington, noviembre de 1990.
- VAN MEERHAEGHE, M.A.G., *International Economic Institutions*, Kluwer Academic Publishers, 5a, edición, Países Bajos, 1992.
- Varios autores, *La integración comercial de México a Estados Unidos y Canadá, ¿alternativa o destino?*, Siglo XXI-IEC (UNAM), 3a.edición corregida y aumentada, México, 1992.

- Varios autores, *El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años*, Banco de Pagos Internacionales-Fundación Per Jacobsson, Basilea, Suiza, 12 de junio de 1988.
- Varios autores, *Perspectives on the role of a Central Bank*, Beijing, People's Bank of China, FMI, Washington, 1991.
- Varios autores, *Strengthening the International Monetary System; Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators*, Occasional Papers, núm. 50, FMI, Washington, febrero de 1987.
- Varios autores, *The Quest for National and Global Economic Stability*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, Países Bajos, mayo de 1986.
- Varios autores, *The Role of the SDR in the IMS*, Occasional Papers, núm. 51, FMI, Washington, 1987.
- VEALE, Stuart R. (comp.), *Stocks, Bonds, Options, Futures: Investments and Their Markets*, Nueva York, New York Institute of Finance, 1987.
- VOLCKER, Paul A., *¿El triunfo del Banco Central?*, Fundación Per Jacobsson, Washington, 23 de septiembre de 1990.
- WILLIAMSON, John, "A New SDR Allocation?", en *Policy Analyses in International Economics 7*, Instituto de Economía Internacional, Washington, marzo de 1984.
- WILLIAMSON, John, "The exchange Rate system", en *Policy Analyses in International Economics*, núm. 5, Instituto de Economía Internacional, Washington, 1984.

● Publicaciones periódicas

- Balance of Payments Statistics Yearbook*, FMI, anual.
- Boletín*, FMI, quincenal.
- Business Economics*, revista mensual de la National Association of Business Economists.
- Business Week*, McGraw Hill Companies, Inc., Nueva York.
- Direction of Trade Statistics*, FMI, trimestral y anual.
- Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Finanzas y Desarrollo*, publicación trimestral del FMI y del Banco Mundial.
- Financial Market Trends*, publicación cuatrimestral de la OCDE, París, OECD Publications.
- Foreign Affairs*, Council of Foreign Relations, Inc., Nueva York.
- Global Finance*, publicación mensual de Global Finance Joint Venture, Nueva York.
- Government Finance Statistics Yearbook*, FMI, anual.

- Informe anual, FMI.
- Informe sobre el desarrollo Mundial*, Banco Mundial, anual, Washington.
- International Financial Statistics*, FMI, mensual.
- Monetaria*, Publicación bimestral del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Newsweek, The International Newsmagazine*, Newsweek Inc., Nueva York.
- OCDE *Economic Outlook*, París, OECD Publications, semestral.
- OCDE *en cifras*, París, Francia, OECD Publications, anual.
- Perspectivas Económicas*, revista trimestral de la economía mundial.
- Staff Papers*, publicación trimestral del FMI.
- Statistical Abstract of the United States*, U.S. Bureau of the Census, Washington.
- The Economist*, The Economist Newspaper Limited, Londres.
- The International Economy*, Revista bimestral del Consejo del G-7, The International Economy Publications, Inc., Washington.
- Time*, publicación semanal de Time Inc., Nueva York.
- World Economic Outlook*, FMI, semestral.



Índice

	<i>Pág.</i>
INTRODUCCIÓN	5
DEBATE EN TORNO A LOS TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES	11
Zonas Meta	20
Coordinación de la política económica	26
EL PROCESO DE COORDINACIÓN Y LA ECONOMÍA MUNDIAL, 1975-1990	37
Las primeras cumbres	38
Acuerdo del Hotel Plaza	47
Marco en el cual se dio el Acuerdo del Hotel Plaza	52
Los indicadores en el proceso de coordinación	56
Acuerdos Estados Unidos-Japón	60
Acuerdo del Louvre	61
Cumbres 1987-1991	64
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL A PRINCIPIOS DE LOS AÑOS NOVENTA	77
Papel desempeñado por la coordinación de la política macroeconómica	77
¿Coordinación monetaria?	78
La economía germana tras la reunificación	80
Fluctuaciones en el mercado de cambios (1991)	83
Asamblea del FMI (1991)	94
La economía mundial 1992-1993	99
La Ronda Uruguay	105
LOS MÁS RECIENTES AVATARES DEL DÓLAR (1994-1997)	111
La relación dólar-yen	113
Causas de la baja en el valor del dólar	123

	<i>Pág.</i>
Medidas adoptadas para frenar el declive del dólar	141
Evolución de los mercados cambiarios en 1996 y 1997	151
Consideraciones sobre la inestabilidad cambiaria	156
 PROPUESTAS PARA REFORMAR EL SMI	 159
Zonas Meta	159
Propuestas basadas en la coordinación	174
Otros planes de reforma	182
Áreas monetarias	191
 MEDIDAS PARA ENFRENTAR LAS CRISIS FINANCIERAS	 219
Introducción	219
La frustrada reforma del Sistema Financiero Internacional	235
Evaluación del fmi en su cincuentenario	255
LI Asamblea Anual del FMI (1996)	265
 CONSIDERACIONES FINALES	 271
 ANEXO	 283
Notas al cuadro 16	283
Notas a los cuadros 20 y 21	284
 BIBLIOGRAFÍA	 287

El actual contexto internacional, al desalentar la inversión en el sector productivo y estimular la especulación, ha intensificado los disturbios en las relaciones monetarias y financieras internacionales, al tiempo que ha acentuado la injusticia del sistema económico mundial. La trascendencia del tema hizo ver la conveniencia de realizar el presente trabajo, con fines didácticos y de divulgación, para informar a todos los interesados en la materia y contribuir así en la búsqueda de relaciones internacionales más equitativas.

El análisis se centra en el debate en torno a los tipos de cambio flotantes, el inestable entorno económico que ellos han creado, las medidas para enfrentar crisis financieras y las diversas propuestas de reforma, que hacen ver la probable aparición de un sistema de múltiples monedas (dólar-euro-yen) y la necesidad de que los países subdesarrollados –apoyados por algunos industrializados– retomen la vieja iniciativa de convocar a una Conferencia Monetaria y Financiera Internacional, que incluya no sólo los problemas monetarios, sino también los relativos al comercio mundial, a los mercados de capital y al financiamiento adecuado que se requiere para promover el desarrollo y para aliviar el peso del servicio de la deuda externa de las naciones débiles. La adecuada participación de éstas en el proceso de toma de decisiones en la escena mundial, resulta ya ineludible e impostergable.

Alma Chapoy Bonifaz, licenciada en economía por la UNAM, es autora de varios libros, entre ellos: *Problemas monetarios internacionales*; *Empresas multinacionales, instrumento del imperialismo*; *Ruptura del sistema monetario internacional*; *La Comunidad Económica Europea: banco central único y moneda común*; *Azaroso camino*.

También ha escrito artículos en revistas especializadas como *Problemas del Desarrollo* y *Política Internacional*, además de opiniones, comentarios, notas críticas, reseñas bibliográficas y traducciones.



Hacia un nuevo sistema



9 789688 428320



Hacia un nuevo sistema monetario internacional

Alma Chapoy Bonifaz

