

~~A~~ B. P. Sic

Conferencia con Gobernador
en el Ceseden 4-12-73

097/008/052

LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL:
SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS

=====

Madrid, 3 Diciembre 1973

El paso del tiempo nos ha acostumbrado a vivir con un sistema monetario internacional en crisis. Durante los cuatro últimos años, las crisis del sistema se han asomado con reiteración al primer plano de los medios de información. Periódicamente el público informado, pero ajeno al mundo monetario y financiero, ha visto cómo los mercados de cambios se cerraban, monedas tradicionalmente aureoladas de prestigio se tambaleaban y la economía del mundo occidental aparecía gravemente amenazada por las conmociones monetarias. En cada una de estas ocasiones, los expertos monetarios, los Gobernadores de Bancos Centrales y los Ministros de Hacienda se ponían en movimiento y celebraban largas reuniones de las que acababa saliendo una solución de la última crisis: los mercados de cambios eran nuevamente abiertos, las transacciones internacionales eran reanudadas y el mundo occidental parecía escapar, por breve margen, de una catástrofe económica... hasta que, pocos meses después -a veces, solo unas semanas después-, se abría una nueva fase de crisis, los mercados de divisas cerraban otra vez sus puertas y se declaraba que la última solución acordada había resultado insuficiente.

El público ha acabado por acostumbrarse a esta sucesión un tanto monótona de acontecimientos. Aunque trate de adquirir información sobre el tema, convencido de que a todos nos afecta, la utilización de un lenguaje técnico bastante esotérico y la continua referencia a unos mecanismos e instituciones poco conocidos terminan por desalentarle. Y, al propio tiempo, la constatación de que las catástrofes económicas anunciadas como inminentes han sido, una y otra vez, finalmente conjuradas, le inducen a desentenderse del problema. La crisis del sistema monetario internacional y esa reforma que nunca acaba de llegar han terminado por situarse en un ámbito mítico, ajeno y distante, expresión oscura, entre otras, de las inquietudes de un mundo al que la riqueza no ha traído, ciertamente, la estabilidad.

./..

Mi intención, hoy, ante ustedes, es sacar el tema de ese ámbito mítico y delinear, aunque sea con trazos gruesos, los problemas actuales del orden monetario internacional: sus raíces, su evolución y las probables líneas por que una reforma puede intentar corregirlos. Creo que el tema es importante y que, como todos los temas económicos, puede ser expresado y entendido con sencillez.

1

El sistema monetario internacional que entró en una crisis definitiva en agosto de 1971, tuvo su origen en la conferencia de Bretton Woods de 1944. Los países que se juzgaban ya vencedores de una guerra mundial cuya conclusión veían relativamente próxima, entendieron que el establecimiento de un orden monetario internacional constituía una piedra básica en la reconstrucción y el desarrollo del mundo de la postguerra. Los países vivían bajo el amargo recuerdo de la gran depresión mundial que, iniciada en 1929, había tenido su punto mínimo en los años 1932/1933 y no había sido totalmente superada hasta que, en los años inmediatamente anteriores a la guerra, la carrera del rearme estimuló decididamente la demanda en todas las economías.

El caos monetario internacional de los años 30, las devaluaciones competitivas, el proteccionismo autárquico y la consiguiente contracción del comercio mundial aparecían como males que resultaba necesario evitar si había de lograrse una expansión económica mundial en los años siguientes a la guerra. Por otra parte, el problema de la conversión de las economías de guerra a economías de paz continuaba pareciendo extremadamente difícil, y se recordaba a este respecto la grave crisis que el mundo había vivido en 1920/1921, al salir de la primera guerra mundial. Si había de prevenirse una grave crisis coyuntural en la postguerra, parecía necesario que los gobiernos estuvieran dispuestos a desarrollar una política expansiva; y tal política expansiva necesitaba estar enmarcada en un orden monetario internacional que facilitase los ajustes y asegurase el mantenimiento de un comercio internacional libre y

./..

rápidamente creciente que permitiese a los países un crecimiento económico basado en las ventajas de la división internacional del trabajo. Estos eran los temores y las ilusiones que inspiraban a los delegados reunidos en la conferencia de Bretton Woods en 1944.

La dirección intelectual y técnica de aquella conferencia correspondió a Lord Keynes, presidente de la delegación británica, cuyo pensamiento económico -expuesto definitivamente en su obra "La teoría general del empleo, el interés y el dinero", publicada en 1936- estaba comenzando a transformar las ideas básicas sobre el manejo de una economía y cuyas propuestas para la constitución de un nuevo orden monetario internacional estaban dominadas por la preocupación de lograr un sistema flexible que no dificultara la expansión postbélica. Keynes proponía la creación de una institución internacional que actuara como banco de bancos centrales y que estuviera en condiciones de crear un activo monetario internacional de carácter fiduciario capaz de atender a las crecientes necesidades de liquidez mundial; Keynes trataba de desligar la liquidez internacional del oro, al que consideraba como una "reliquia bárbara" y que aparecía concentrado de modo anormalmente alto en las reservas de los Estados Unidos; y tampoco deseaba consagrar una moneda -el dólar- como moneda de reserva mundial, pues quería reducir las consecuencias de la hegemonía económica de los Estados Unidos en el mundo de la postguerra. Keynes deseaba, por otra parte, que el nuevo sistema monetario internacional, basado en tipos de cambio fijos, se caracterizase por su flexibilidad, de modo que las paridades fueran frecuentemente modificadas de acuerdo con las tendencias de las balanzas de pagos de los distintos países; finalmente, Keynes se preocupaba de la simetría del ajuste, es decir, de que la obligación de reajustar sus balanzas de pagos se extendiera tanto a los países acreedores como a los países deudores, tanto a los países con superávit como a los países con déficit, pues estaba convencido de que, sin esa simetría, el sistema no podría funcionar a largo plazo.

La fuerza del poder económico y político dominó sobre la fuerza de las ideas en la conferencia de Bretton Woods; y las sugerencias de

Keynes fueron derrotadas por las líneas defendidas por la delegación americana, que insistió en la atribución al oro de un papel central en la liquidez internacional y en la consagración del dólar como moneda de reserva, que limitó drásticamente las posibilidades de actuación del Fondo Monetario Internacional -la nueva institución creada- y que rehusó aceptar que las obligaciones de ajuste internacional hubieran de extenderse por igual a los países con excedente y a los países con déficit. Resulta irónico, desde la situación actual, que los Estados Unidos defendieran en 1944 un sistema monetario internacional desde unas ideas que consagraban la importancia del oro (que hoy quieren eliminar como activo internacional), que atribuían al dólar el papel de moneda de reserva (papel al que hoy tratan de renunciar), que limitaban las facultades del Fondo Monetario Internacional (que hoy desean ampliar) y que trataban de imponer presiones a los países deficitarios para devaluar sus monedas en tanto que rehusaban aceptar la obligación de ajuste para los países con superávit (justamente la situación que los Estados Unidos han venido denunciando durante los últimos años). Sería interesante imaginar cómo se hubiera desarrollado un orden monetario internacional de la postguerra inspirado en las ideas propugnadas por Keynes; pero esto pertenece a la historia conjetural. El orden monetario internacional nacido en Bretton Woods fue el orden propugnado por los Estados Unidos; y su historia desde el final de la guerra es la historia de su falta de adecuación para hacer frente a las necesidades que trataba de atender.

De hecho, el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods sólo ha funcionado con una cierta normalidad en el período comprendido desde la mitad de la década de los años 50 hasta los primeros años 60. Con anterioridad, los problemas de la reconstrucción postbélica obligaron a la adopción de políticas efectivas que implicaban la demora en la aplicación del sistema monetario de Bretton Woods: el Plan Marshall, por una parte, y la Unión Monetaria Europea, por otra, caracterizan aquel período excepcional. Y, a partir de los primeros años de la década de 1960, la tendencia al déficit en la balanza americana -y la correspondiente tendencia al superávit en las balanzas europeas- mostraron la creciente inadecuación

de un sistema que, desde 1966, estaba necesariamente abocado a la crisis actual. El sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods ha tenido una historia más larga en apariencia que en la realidad, al menos si por historia del sistema se entiende historia del sistema funcionando con normalidad. Las ideas americanas de 1944 han resultado inadecuadas para atender las necesidades del mundo cambiante y de rápido crecimiento económico que ha caracterizado a la segunda postguerra.

Vamos a considerar brevemente los problemas básicos del sistema monetario internacional de Bretton Woods que han conducido a la crisis actual.

Un sistema monetario internacional debería ser juzgado por dos criterios: un criterio de eficacia relativo al grado en que contribuye a facilitar a los países el logro simultáneo del equilibrio interno y el equilibrio externo de sus economías —es decir, el crecimiento económico con un nivel alto y sostenido de empleo en un clima de estabilidad monetaria y en un adecuado aprovechamiento de las ventajas de la división internacional del trabajo—; y un criterio de equidad referente a la forma en que se distribuye el peso de los ajustes entre los diversos países participantes en el sistema.

Examinemos el actual sistema desde cada uno de estos dos criterios.

Comencemos por el criterio de eficacia. En el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods, los desequilibrios de balanza de pagos habían de corregirse por alguna de estas vías: 1º) mediante ajustes internos en los niveles de producción, empleo, costes y precios, es decir, provocando una recesión interior en caso de déficit de la balanza de pagos o permitiendo una inflación en caso de superávit; 2º) mediante medidas de política comercial o de actuación directa sobre los movimientos de capitales, en un sentido restrictivo en caso de déficit o en un sentido liberalizador en caso de superávit; y 3º) mediante modificaciones en el tipo de cambio de paridad, devaluando en caso de déficit o revaluando en caso de superávit permanente.

Esta última vía de corrección de los desequilibrios exteriores era característica del sistema de Bretton Woods. En efecto, en el patrón-oro clásico los tipos de cambio eran fijos y, además, la posibilidad de modificar las paridades-oro de las monedas estaba eliminada por principio. En el sistema de Bretton Woods, por el contrario, los tipos de cambio eran fijos pero ajustables, es decir, las paridades podían ser modificadas cuando los desequilibrios de balanza de pagos tuvieran un carácter que, en el acuerdo constitutivo del F.M.I., se calificó de "fundamental". ¿Qué hay que entender por un desequilibrio exterior "fundamental"? Pues hay que entender por tal un desequilibrio de balanza de pagos que no sea pasajero, que no tenga un mero carácter estacional o cíclico y que no pueda ser corregido mediante moderados ajustes en los niveles de demanda y producción interiores. Cuando un país acusara un desequilibrio exterior "fundamental" las autoridades correspondientes deberían estar dispuestas, por tanto, a modificar la paridad de su moneda procediendo a una devaluación o revaluación, según lo aconsejara el signo del desequilibrio registrado. Los Gobiernos se han mostrado, sin embargo, hasta fecha muy cercana, reacios a utilizar esta vía de corrección de los desequilibrios de balanza de pagos: cuando la situación aconsejaba una devaluación porque, aparte de consideraciones de importancia secundaria, como los efectos sobre los precios interiores, etc., la devaluación de la moneda tendía a identificarse con el reconocimiento del fracaso de una política económica o incluso con una pérdida de prestigio nacional; y cuando la situación aconsejaba una revaluación, porque siempre existen sectores interiores que se oponen a tal decisión en la medida que implica una competencia más dura con los bienes y servicios del resto del mundo y porque, en último término, siempre es más cómodo soportar un excedente que un déficit exterior.

Pero si los Gobiernos se oponen a la utilización de las modificaciones cambiarias como camino de ajuste para corregir un desequilibrio de las balanzas de pagos, habrán entonces de recurrir a las dos vías alternativas a que antes he hecho referencia: al manejo de la demanda interior, provocando una recesión en caso de déficit o aceptando una inflación en caso de superávit, o a la adopción de medidas de política comercial y de

controles de capital, en un sentido restrictivo en caso de déficit y en un sentido liberalizador en caso de superávit. Sucede, sin embargo, que tampoco estas vías alternativas de ajuste son seguidas por los Gobiernos sin serias resistencias. Nunca se provoca con agrado una recesión interior ni se acepta fácilmente el desarrollo de una inflación; y un mayor proteccionismo comercial daña el funcionamiento eficaz de la economía en tanto que un menor proteccionismo comercial encuentra siempre oponentes entre los grupos productores a quienes puede dañar. Las medidas específicas sobre los movimientos de capitales son, en general, mejor consideradas; pero ni son muchas veces las más indicadas -aunque si lo serán en casos de desequilibrio externo provocado básicamente por movimientos de capitales- ni son de fácil instrumentación.

Pero si tienen Vds. en cuenta esta serie de resistencias de los Gobiernos a utilizar las diversas vías alternativas de corrección de los desequilibrios exteriores, comprenderán fácilmente las graves dificultades que había de afrontar el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods para funcionar con eficacia; porque la resistencia de las autoridades a actuar con prontitud y en el sentido requerido por los desequilibrios exteriores registrados equivalía a privar al sistema de flexibilidad. Los desequilibrios exteriores tendían a corregirse tarde y mal, especialmente si se trataba de excedentes. La tardanza en adoptar la necesaria modificación de la paridad hacía que ésta sólo llegase después de un período de fuerte especulación que hacía bambolearse, en una u otra dirección, las reservas exteriores de los países cuyas monedas estuvieran afectadas por expectativas de revaluación o devaluación. Y tales movimientos podían llegar a adquirir proporciones inmanejables en un mundo de creciente integración de los mercados financieros mundiales y de creciente perfección en los mecanismos de dichos mercados. En estas condiciones, el sistema estaba lógicamente condenado a sufrir graves crisis periódicas.

El suave funcionamiento del sistema exigía, en cualquier caso, la existencia de un volumen adecuado de liquidez internacional. Puesto que no todo déficit exterior requiere la adopción de medidas correctoras,

y puesto que es conveniente que las medidas correctoras puedan adoptarse, en su caso, con tranquilidad, los países habían de disponer de una liquidez exterior abundante que les permitiera afrontar, en cierta medida, la financiación de los desequilibrios exteriores. Esta liquidez la proporcionan, en primer lugar, las reservas; por consiguiente, una liquidez internacional adecuada requería, ante todo, un crecimiento razonable de los activos de reserva disponibles a medida que aumentaran en el tiempo las transacciones internacionales. El activo básico de reserva era, en el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods, el oro; pero como el crecimiento en el tiempo del volumen mundial de oro monetario -igual, cada año, a la diferencia entre la producción de oro y la absorción del metal para fines industriales y atesoramiento privado- es insuficiente, el sistema utilizaba dos monedas de reserva: la libra y, sobre todo, el dólar, que era convertible, en principio, en oro a la demanda de las autoridades monetarias centrales -hasta que dejó de serlo formalmente en agosto de 1971-. Por otra parte, la liquidez exterior de los países, es decir, su capacidad de financiación de déficits a corto plazo, no puede estar alimentada solamente por sus reservas, ya que éstas suponen una absorción de recursos que podrían destinarse a inversiones productivas alternativas y su cuantía no debe pasar, por consiguiente, de límites razonables establecidos en relación, por ejemplo, con el volumen anual de transacciones por cuenta corriente de cada país con el resto del mundo. La liquidez exterior de primera línea proporcionada por las reservas debe ser complementada, por tanto, con disponibilidades de crédito a corto plazo en instituciones internacionales o en instituciones nacionales de otros países. A esta necesidad respondían las posibilidades de financiación ofrecidas a cada país por el Fondo Monetario Internacional y por los acuerdos con Bancos Centrales de otros países.

Es obvio que la acumulación de grandes masas de capitales a corto plazo dispuestas a desplazarse rápidamente a través de las fronteras en arbitraje de intereses o en especulación de cambios acentúa las necesidades de financiación externa de los países -cuyas balanzas de pagos pueden verse sometidas a tensiones muy fuertes- y, por consiguiente, la necesidad de que

la liquidez internacional sea abundante. Aunque la multiplicación de acuerdos de crédito mutuo entre Bancos Centrales y la ampliación de las posibilidades de financiación en el Fondo Monetario Internacional han contribuido a ampliar la liquidez internacional en los últimos años, ésta continúa dependiendo, en buena medida, del crecimiento en las disponibilidades de activos de reserva, lo cual ha supuesto, de hecho, depender del aumento de las disponibilidades de saldos en dólares como moneda básica de reserva en vista del lento avance relativo de las disponibilidades de oro para fines monetarios.

Esto nos enfrenta, sin embargo, con las paradojas y debilidades de un sistema apoyado en monedas de reserva. En efecto, para que la liquidez internacional creciera adecuadamente en tal sistema era preciso que la balanza de pagos del país cuya moneda tenía el carácter de moneda de reserva registrase déficits, ya que sólo así se generarían disponibilidades de saldos de dicha moneda en favor de otros países. Mas, al propio tiempo, la persistencia de los déficits en la balanza de pagos del país con moneda de reserva y la consiguiente acumulación de saldos de dicha moneda en poder de autoridades monetarias y residentes de otros países había de acabar minando la confianza que es básica para que una moneda de reserva pueda desempeñar adecuadamente su función. Si el país con moneda de reserva mantenía la libre convertibilidad de la misma en oro (caso del dólar hasta agosto de 1971), su política económica interior se vería seriamente condicionada por la situación exterior —puesto que los saldos de su moneda detentados por no residentes, necesariamente abundantes, podrían ser rápidamente presentados a conversión en un momento dado, agravando así cualquier situación de tensión en su balanza de pagos—. (Es la situación comprometida de toda unidad económica con abundantes pasivos a la vista; habrá de ser extremadamente prudente si ha de mantenerse la confianza.) Y si el país con moneda de reserva decidía desarrollar su política económica con una cierta indiferencia hacia las repercusiones de la misma sobre la balanza de pagos, aprovechando la asimetría consistente en que podía liquidar sus déficits mediante la simple entrega de saldos de su propia moneda al resto del mundo —mientras los demás países habían de liquidar sus déficits en oro o en moneda de reserva extranjera—, pondría saldos excesivos de su moneda en poder de

no residentes y acabaría suspendiendo, de hecho o de derecho, la convertibilidad de la misma (en oro o en dólares convertibles en oro). Este último es el caso del sistema monetario internacional de Bretton Woods, cuya evolución en los diez últimos años se ha caracterizado por la persistente tendencia a un fuerte déficit de la balanza de pagos de los Estados Unidos, quienes se han resistido a desarrollar una política económica interior capaz de eliminarlo; el resto del mundo acumuló, en consecuencia, elevadísimos saldos en dólares y las autoridades americanas acabaron viéndose obligadas a suspender -de hecho, desde 1967- la convertibilidad de dichos saldos en oro para autoridades monetarias extranjeras. Así, aun antes de las últimas crisis, el actual sistema monetario internacional había dejado de ser un patrón de cambios-oro (es decir, un patrón de oro y monedas de reserva convertibles, directa o indirectamente, en oro) para transformarse en un patrón dólar fiduciario inconvertible. La suspensión formal de la convertibilidad en oro del dólar, anunciada por el Presidente Nixon el 15 de agosto de 1971, fue el último paso en un camino que, como Vds. ven, se había iniciado ya claramente en años anteriores.

En resumen: el sistema de Bretton Woods ha entrado en crisis porque no respondía adecuadamente a las exigencias derivadas de los criterios de eficacia y equidad en el ajuste. Por una parte, la resistencia a los movimientos rápidos y frecuentes en las paridades privaba al sistema de la flexibilidad de ajuste necesaria para su buen funcionamiento y le exponía a oleadas especulativas periódicas derivadas de la obvia sobrevaluación o subvaluación de una u otra de las principales monedas. Por otra parte, el sistema de moneda de reserva introducía un elemento de asimetría en el ajuste a favor de los Estados Unidos y hacía depender el crecimiento de las reservas mundiales de un déficit persistente de la balanza de pagos americana que, pasado un cierto punto, minaba la confianza en el dólar y, en último término, en la estabilidad del sistema.

2

Examinados los problemas básicos del sistema, conviene seguir ahora brevemente el curso de los acontecimientos que, a lo largo de los últimos años, han hecho patentes tales problemas y han hundido al sistema de Bretton Woods en una profunda y definitiva crisis.

El curso de esos acontecimientos está estrechamente ligado a los avatares de la balanza de pagos americana durante el período. Aunque el déficit americano no sea, en último término, el problema, sí es el fenómeno que ha provocado el desarrollo histórico de la crisis; del mismo modo que si bien la desaparición del déficit norteamericano no comporta por sí solo la solución de la crisis, la necesaria reforma del sistema sólo se alcanzará en la medida que las cuentas exteriores de los Estados Unidos entren en una fase de comfortable equilibrio.

El déficit americano se inició en los últimos años de la década de los 50 y se ha desarrollado en dos etapas: una primera, que alcanza hasta el año 1966, aproximadamente, y otra segunda etapa que va desde 1966 hasta el año actual.

En la primera etapa, el origen del déficit americano estuvo en la cuenta de capital, es decir, en el fuerte crecimiento de las inversiones americanas en el exterior, en especial en Europa -en relación, sin duda, con las expectativas dinámicas creadas por la formación del Mercado Común europeo-. Es ésta también la gran etapa del General De Gaulle en la que, al exponer sus críticas a la actitud de los Estados Unidos respecto de Europa, insistió una y otra vez en que Europa estaba financiando con créditos a corto plazo las inversiones americanas a largo plazo en la industria europea. En efecto, las inversiones americanas generaban un déficit en las cuentas exteriores de los Estados Unidos que éstos saldaban con dólares; estos dólares pasaban a acumularse en las reservas europeas y, así, el crecimiento de las tenencias europeas de dólares era el mecanismo que hacía posible la expansión de los intereses americanos en la industria europea.

Esa primera fase del déficit americano concluye hacia 1966, año que, como es bien sabido, marcó la intensificación o "escalada" de la intervención de los Estados Unidos en Vietnam. A partir de 1966 el déficit exterior americano se acentúa progresivamente a consecuencia de los crecientes gastos militares americanos en el exterior y de la creciente inflación soportada por la economía americana como resultado de las tensiones

../...

suscitadas por el esfuerzo bélico. Los Estados Unidos, país de notable estabilidad monetaria tradicional en comparación con Europa, registraron en los últimos años de la década de los 60 y en los primeros de la década actual una tasa de inflación superior a la europea. El origen del déficit exterior americano pasaba así de la cuenta de movimiento de capital a la cuenta corriente. Es cierto que el ritmo de las inversiones americanas en Europa había cedido en relación con la etapa anterior, pero los países europeos podían reprochar ahora al sistema de Bretton Woods que les obligaba a financiar la intervención bélica americana en los problemas del Sudeste Asiático, cualquiera que fuese su actitud política al respecto -y esto no dejaba de ser cierto en la medida que los países europeos veían engrosar sus reservas con los dólares que los Estados Unidos entregaban para saldar un déficit exterior íntimamente ligado a la guerra del Vietnam-.

La prolongación y acentuación de este estado de cosas con el paso de los años había de erosionar rápidamente la confianza de los mercados en el dólar e imposibilitar, en definitiva, el funcionamiento del sistema. Los pasivos a la vista americanos llegaron a superar muy ampliamente las reservas de oro estadounidenses, con lo que la conversión del dólar en oro quedó suspendida de hecho, desde los últimos años de la década de los años 60, por las presiones americanas sobre las autoridades monetarias extranjeras a fin de que no presentasen saldos en dólares para su conversión en metal. Desde esos años, por tanto, el sistema monetario dejó de estar basado en el oro para transformarse, de hecho, en un sistema de patrón-dólar inconvertible.

El déficit básico de la balanza de pagos americana se vio acompañado, además, por crecientes salidas de capitales especulativos ante la convicción dominante en los mercados cambiarios de que el dólar estaba sobrevalorado, en especial, en relación con monedas como el marco alemán, el florín holandés, el franco suizo o el yen japonés. Y así, las reservas mundiales, alimentadas por dólares, crecieron a unos ritmos sin precedentes, provocando una expansión de la liquidez mundial que es, sin duda, una de las principales causas de la inflación que el mundo viene padeciendo en los últimos tiempos.

Pero si existía una creciente convicción sobre la sobrevaluación de la moneda americana y sobre la conveniencia de su devaluación respecto de una amplia gama de divisas, conseguir esa devaluación planteaba un problema ciertamente difícil. Puesto que el dólar era la unidad de cuenta del sistema, su

devaluación solo podía lograrse mediante una revaluación de las demás monedas; y tal operación era dificultada por esa mentalidad resistente a las modificaciones de las paridades a que me he referido anteriormente. No puede extrañar que, en tal clima, las crisis especulativas en los mercados de cambios se hicieran periódicas y frecuentes.

Dadas estas condiciones, pueden Vds. comprender que la dramática declaración del Presidente Nixon el 15 de agosto de 1971 solo significó la constatación formal de unos problemas que venían arrastrándose desde varios años antes y que hubieran debido encontrar una solución tiempo atrás. Con todo, el 15 de agosto de 1971 puede tomarse como fecha en que se reconoce oficialmente la crisis del sistema basado en los acuerdos de Bretton Woods y en que los Gobiernos deciden iniciar las negociaciones necesarias para resolver los problemas planteados: en parte, problemas a corto plazo, ligados a la sobrevaloración del dólar y a la necesidad de eliminar el déficit exterior americano; y, en parte, problemas más profundos y de más lenta solución relativos a la necesidad de reformar el sistema monetario internacional.

La postura americana en agosto de 1971 podía resumirse del siguiente modo:

1º Problemas a corto plazo. La necesidad de eliminar el déficit de la balanza de pagos americana exigía, de un lado, devaluar sustancialmente el dólar y, de otro lado, abordar problemas tales como los perjuicios sufridos por las mercancías americanas ante el proteccionismo discriminatorio del Mercado Común Europeo y la baja participación europea en los gastos de la defensa occidental, especialmente en el seno de la N.A.T.O. Los Estados Unidos deseaban que todos estos problemas se abordasen de un modo simultáneo.

2º Problemas a más largo plazo. El sistema monetario internacional estaba necesitado de una profunda reforma que resultaba necesario acometer con prontitud aunque con prudencia.

Las negociaciones se iniciaron, como es natural, con los problemas a corto plazo, y se centraron en torno a la devaluación del dólar, que era el tema de más sencillo tratamiento. Aunque la sencillez solo era relativa, porque

los países que venían reprochando a los Estados Unidos la persistencia de su déficit exterior se resistían a aceptar la importante modificación de paridades que, en forma de una revaluación de sus propias monedas y de una consiguiente depreciación del dólar, exigía el equilibrio de los pagos internacionales. La devaluación requerida de la moneda americana era, en efecto, sustancial: en parte, porque el empeoramiento del poder competitivo de los bienes y servicios americanos durante el último período había sido importante; y, en parte, porque al haber sido mucho más numerosas las devaluaciones que las revaluaciones de las demás monedas desde la Segunda Guerra Mundial, el dólar, como unidad de cuenta del sistema, había sufrido automáticamente una importante revaluación implícita progresiva respecto del resto de las monedas mundiales.

No voy a detenerme en una detallada narración del largo y engorroso camino que hubieron de recorrer las negociaciones entre los principales países afectados hasta llegar a una devaluación del dólar juzgada como suficiente para restablecer el equilibrio de las cuentas exteriores americanas. Baste recordar que las conversaciones iniciadas en el mes de agosto de 1971 concluyeron en el acuerdo firmado en la Smithsonian Institution, en los últimos días de diciembre de dicho año; que la estructura de paridades -o, si Vds. lo prefieren, la devaluación del dólar- salida de dicho acuerdo, aunque apreciable, resultó insuficiente, de modo que al cabo de poco más de un año, en enero de 1973, el mundo hubo de presenciar una nueva y gravísima crisis monetaria internacional; y que esta vez, en febrero de 1973, los nuevos acuerdos concertados en un clima de urgencia condujeron, por fin, a una estructura de paridades que implicaba una depreciación del dólar generalmente juzgada como suficiente para equilibrar las cuentas exteriores americanas a plazo medio. Y digo a plazo medio porque una devaluación tarda siempre algún tiempo en desplegar sus efectos, de modo que, con frecuencia, se observa inmediatamente después de la devaluación un empeoramiento de la balanza de pagos del país afectado que solo con el paso de los meses va desapareciendo y dejando paso a una tendencia al equilibrio de las cuentas exteriores.

Creo que lo más importante en esas negociaciones largas y discontinuas que acabaron llevando a la requerida devaluación del dólar es el cambio

de mentalidad que, con el paso de los meses, fue registrándose en las autoridades monetarias de los diversos países. Estas, como he indicado antes, habían venido mostrando una fuerte resistencia a la modificación de sus paridades —especialmente en un sentido revaluatorio— hasta el punto de convertir el sistema de Bretton Woods en un sistema de tipos de cambio fijos privado de la flexibilidad que hubiera podido encontrar en los ajustes rápidos y oportunos de las paridades en caso de desequilibrio. Pues bien, esa mentalidad que aún se manifestó en las primeras fases de las negociaciones, en 1971, ha ido perdiendo terreno durante los dos últimos años para dejar paso a la actitud más flexible que ve en el tipo de cambio una simple variable de política económica —un precio relativo— que ha de ser manejada con oportunidad para conseguir un razonable equilibrio interno y externo de las diversas economías. A ello ha contribuido, sin duda, la constatación por los países excedentarios de las tensiones inflacionistas que puede comportar la persistencia del superávit exterior así como la comprobación de que, sin una mayor flexibilidad de los cambios, el sistema monetario internacional no puede funcionar adecuadamente y es presa de convulsiones que acaban mermando drásticamente la autonomía de las políticas monetarias nacionales.

Fue ese cambio de mentalidad el que hizo posible que se lograra finalmente, en febrero de 1973, una depreciación suficiente del dólar en una perspectiva a plazo medio. Y también fue ese cambio de mentalidad el factor inspirador de la decisión, adoptada en marzo de este mismo año, de permitir la libre fluctuación de las monedas más importantes frente al dólar americano. Esta decisión estaba relacionada con el hecho bien observado a que antes he hecho referencia, a saber: la tendencia de la balanza de pagos del país cuya moneda se devalúa a registrar a corto plazo un empeoramiento que solo tras algún tiempo deja paso a una definitiva mejora. Se pensó, en marzo, que la libre fluctuación de las monedas reduciría sustancialmente la amenaza de nuevas crisis monetarias en ese período de transición, en tanto acababa de robustecerse la balanza de pagos americana. Pero el futuro depara siempre elementos imprevisibles. Y lo imprevisible, en este caso, fue el dramático giro que registraron en los meses siguientes el asunto Watergate y sus implicaciones para la vida política americana. Y así, la reacción de los mercados cambiarios ante tales problemas y la situación de libre fluctuación de las principales monedas frente

al dólar provocaron en éste, desde mayo hasta agosto de este año, un profundo movimiento de depreciación que carecía de justificación en una perspectiva a plazo medio y poco tenía que ver con la espectacular mejoría del saldo de la balanza de pagos de los Estados Unidos que pudo observarse desde la primavera.

Con el paso del tiempo las tendencias económicas básicas acabaron por reflejarse, sin embargo, en los mercados de cambios, y el dólar, desde mediados de agosto, inició una progresiva recuperación periódicamente alentada por la publicación de las cifras mensuales de comercio exterior y trimestrales de balanza de pagos a medida que transcurría el año. A ello ha venido a sumarse, durante las últimas semanas, el impacto de la crisis del petróleo, capaz de afectar más duramente a los países europeos y al Japón que a la economía norteamericana. Sin necesidad de este problema, las estimaciones sobre la balanza de pagos americana en 1974 eran claramente optimistas y señalaban en la dirección de un equilibrio e incluso de un moderado superávit, posiblemente acentuado en 1975. Con la irrupción del problema del petróleo todas las previsiones anteriores se han venido al suelo; pero, en el punto que aquí nos interesa, las dificultades energéticas tenderán a reforzar el movimiento de mejora en las cuentas exteriores americanas. Esta es la razón de las expectativas de solidez que rodean al dólar en estos momentos.

3.

Pasemos, en fin, a los problemas a más largo plazo referentes a la reforma del sistema monetario internacional. Desde un punto de vista formal, el mecanismo de reforma se puso en marcha en la asamblea del Fondo Monetario Internacional de septiembre de 1972, en Washington. Como Vds. saben, se constituyó entonces el denominado "Grupo de los Veinte" para la reforma del sistema que, a los diversos niveles de reuniones de Ministros y Gobernadores de Bancos Centrales, suplentes y grupos de trabajo de expertos ha venido estudiando los temas de la reforma a lo largo de los catorce últimos meses.

Los problemas de la reforma están íntimamente ligados con los que antes he señalado como responsables del mal funcionamiento del sistema en el pasado: por una parte, la rigidez introducida por la resistencia de los países

de los tipos de cambio, que son la condición básica para que el sistema reformado pueda funcionar con flexibilidad. Pienso, por consiguiente, que en el pasado reciente se ha avanzado mucho en este tema de la reforma, aunque dicho avance no aparezca expresado en normas legales internacionalmente sancionadas.

Más difícil es el problema de la eliminación del sistema de monedas de reserva. Es unánime la opinión de que el sistema reformado no debería ligar la evolución de la liquidez internacional a los avatares de moneda nacional alguna; y es abrumadoramente mayoritaria la opinión de que esa evolución de la liquidez internacional debería estar basada en la creación internacionalmente controlada de un activo fiduciario de reserva que, por el momento, se conoce con el oscuro nombre de "derechos especiales de giro". Los derechos especiales de giro representan el intento de llevar a nivel internacional el sistema de creación controlada de dinero fiduciario que ha venido siendo practicado por los países con sistemas financieros relativamente desarrollados durante los dos últimos siglos. En la esfera nacional, el ritmo de creación de ese dinero fiduciario queda sometido al control de las autoridades monetarias respectivas para conseguir, al menos en principio, unos objetivos de crecimiento continuado con estabilidad monetaria. En el ámbito internacional, los derechos especiales de giro serían generados por la comunidad internacional a través del Fondo Monetario Internacional, al ritmo que el conjunto de países miembros considerase adecuado en vista de las necesidades de liquidez derivadas del desarrollo de las transacciones mundiales. Una vez creados los derechos especiales de giro, se distribuirían entre los países miembros tal vez de acuerdo con la estructura de cuotas de los países en el Fondo Monetario Internacional, una vez revisada esa estructura, o tal vez introduciendo algún tipo de corrección que ligara la distribución de los derechos especiales de giro a la conveniencia de transferir recursos reales hacia los países en vías de desarrollo. Los derechos especiales de giro así generados y distribuidos pasarían a ocupar un lugar preponderante en las reservas exteriores de los distintos países hasta convertirse en el activo básico de reserva, desplazando progresivamente, por una parte, al oro, cuyas disponibilidades para atender a las necesidades monetarias mundiales son crecientemente insuficientes, y, por otra parte, a los dólares, que hoy participan en elevadísimo porcentaje en la composición de las reservas internacionales y que quedarían limitados a los saldos impuestos por el hecho de seguir siendo el dólar la moneda básica de intervención y la moneda más ampliamente utilizada en el comercio internacional.

Sin embargo, los problemas que se ocultan tras este planteamiento son importantes. Una cosa es aspirar a que los derechos especiales de giro lleguen a convertirse en el activo básico de reserva y otra distinta es crear las condiciones que hagan posible tal evolución. En efecto, los países participantes en el sistema sólo estarán dispuestos a atribuir un papel dominante en sus reservas a los derechos especiales de giro en el caso de que éstos ofrezcan unos atractivos de rendimiento (en términos de rentabilidad y de conservación del valor) aproximadamente similares a los prometidos por los activos alternativos, es decir, por el oro -de rentabilidad nula pero capaz de prometer ganancias en términos de valor- y las monedas de reserva -cuya conservación del valor es incierta pero que ofrecen rentabilidades relativamente elevadas-. Este es un problema sobre el cual aún no existe acuerdo y el Grupo de los Veinte sigue discutiendo el tipo de interés que deberían rentar los derechos especiales de giro y la posibilidad de atribuirles una cláusula de conservación del valor en términos de las monedas mundiales o de un conjunto privilegiado de las mismas.

La eliminación del sistema de monedas de reserva implica, por otra parte, la obligación de todos los países miembros, incluidos los Estados Unidos, de liquidar sus saldos exteriores en activos primarios, es decir, básicamente en derechos especiales de giro. El papel de los dólares en las reservas quedaría entonces reducido a los "working balances" o saldos de operación que, como ya he indicado antes, vendrán en cualquier caso exigidos por el papel del dólar en cuanto moneda de intervención y moneda más ampliamente utilizada en las transacciones internacionales. Es preciso llegar a un acuerdo, sin embargo, sobre el grado de automatismo que se otorgue a esa liquidación de saldos en activos primarios; y éste es un punto en el que tampoco se ha llegado aún a un acuerdo. Los países europeos, temerosos de que, a falta de unas normas rígidas, se vuelva a las experiencias del pasado, desean hacer máximo el automatismo de las liquidaciones en derechos especiales de giro para que el dólar deje de funcionar efectivamente como moneda de reserva. Los Estados Unidos y otro grupo de países, por el contrario, aunque aceptan el mecanismo de las liquidaciones en activos primarios, consideran nocivo introducir mecanismos excesivamente rígidos en las liquidaciones y piensan que el sistema será más flexible si cada país se reserva la posibilidad de decidir qué parte de sus reservas desea mantener en dólares, sin verse obligado, por tanto, a convertir las tenencias en dicha moneda que superen un mínimo en derechos especiales de giro.

./..

Finalmente, está el problema de la consolidación del fuerte volumen de saldos en dólares que hoy aparecen en las reservas internacionales. Es obvio que, en caso de no ser absorbida, esa ingente masa de dólares gravitaría sobre el sistema reformado como una amenaza capaz de hacerle naufragar en cualquier momento. Se ha discutido la posibilidad de resolver el problema mediante consolidaciones bilaterales y también se ha propuesto alternativamente que la consolidación se haga sobre una base voluntaria y multilateral a través del Fondo Monetario Internacional. Pero la verdad es que el tema no ha sido tratado en profundidad porque los Estados Unidos piensan que su balanza de pagos debería registrar en los próximos años un superávit capaz de conducir automáticamente a la absorción de parte de los excedentes de dólares; al tiempo que, en las actuales circunstancias de inflación mundial y con las perspectivas generadas por la crisis del petróleo, dista de estar claro el grado en que puede hablarse de un exceso de reservas que debiera ser objeto de consolidación en un próximo futuro.

En la Asamblea del Fondo Monetario Internacional celebrada en Nairobi el pasado mes de septiembre, se fijó una fecha, finales de julio de 1974, como límite para que el Grupo de los Veinte presentara un informe conteniendo las propuestas básicas para la reforma del sistema monetario internacional. Creo, sin embargo, que el problema planteado al mundo por los suministros de petróleo va a modificar apreciablemente el ritmo de la reforma del sistema. La balanza de pagos americana continuará experimentando una clara mejoría en el futuro próximo y tal vez en 1974 el peligro a conjurar sea la posible devaluación competitiva de las monedas de diferentes países adversamente afectados por la crisis energética. El próximo año va a ser muy difícil para la economía mundial y no creo que en estas circunstancias pueda esperarse que 1974 vaya a presenciar la reforma del sistema monetario internacional. Si la crisis de energía no mejora en los próximos meses, el año 1974 no podrá ser un año de reformas profundas y los países miembros del Fondo Monetario Internacional podrán considerarse contentos si son capaces de arbitrar, sobre la marcha, las soluciones a los problemas que día a día se vayan planteando en un marco económico mundial caracterizado por fuertes tendencias inflacionistas y perspectivas poco favorables respecto de los ritmos de crecimiento.