

Ante el desorden monetario que hoy vive el mundo se hace necesario un riguroso examen histórico de lo que ha sido hasta ahora el sistema monetario internacional. Dominada en el siglo XIX por la libra esterlina y a partir de 1945 por el dólar como divisas clave, la economía occidental pisa actualmente terrenos fangosos. En tal situación, ¿cuál es el destino de las divisas clave? ¿Se avecina su fin irremediable? ¿Se entrevé la posible aparición de una supermoneda que controle las tasas de cambio internacionales?

A partir de un verdadero fresco histórico de los sistemas monetarios, Michel Aglietta pone en evidencia la especificidad de los desequilibrios actuales. Si bien la historia monetaria ha marchado siempre al ritmo marcado por el dominio de una divisa clave, el sistema monetario internacional se encamina, ahora, hacia un sistema "multipolar". Aglietta lleva hasta el extremo la lógica de este nuevo equilibrio "geoestratégico", para establecer teóricamente las posiciones defendidas por Francia en las negociaciones monetarias internacionales y dar un contenido histórico al sistema monetario.

El fin de las divisas clave es un primer intento de caracterización teórica del nuevo orden monetario que se asentará de aquí al final del siglo.

Michel Aglietta, ex alumno de la École Polytechnique, es uno de los fundadores de la teoría de la regulación (*Regulación y crisis del capitalismo*, México, Siglo XXI, 1979). Desde hace algunos años, sus trabajos de investigación se han consagrado a los problemas monetarios (*La violence de la monnaie*, en colaboración con André Orléan, 1982).

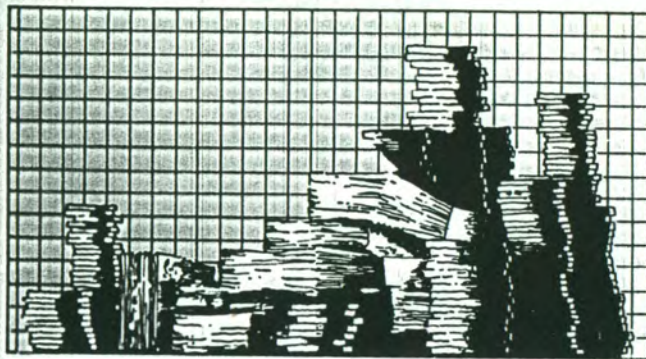
Diseño de portada: María Luisa Martínez Passarge

ISBN - 968-23-1437-2


siglo
veintiuno
editores

michel aglietta

el fin de las divisas clave



el fin de las divisas clave

ensayo sobre la moneda internacional

michel aglietta


siglo
veintiuno
editores

A
17.065



siglo veintiuno editores, sa de cv
CERRO DEL AGUA 248, DELEGACIÓN COYOACÁN, 04310 MÉXICO, D.F.

siglo veintiuno de españa editores, sa
CIPLAZA 5, MADRID 33, ESPAÑA

siglo veintiuno argentina editores, sa

siglo veintiuno de colombia, ltda
AV. 3a. 17-73 PRIMER PISO, BOGOTÁ, D.E. COLOMBIA

edición al cuidado de alejandro reza

primera edición en español, 1987
DR © siglo xxi editores, s.a. de c.v.
ISBN 968-23-1437-2

primera edición en francés, 1986
DR © éditions la découverte
título original: la fin des divises clés

derechos reservados conforme a la ley
impreso y hecho en México/printed and made in Mexico

Índice

INTRODUCCIÓN: EN BUSCA DE UN PRINCIPIO MONETARIO INTERNACIONAL	11
I. ¿PARA QUÉ SIRVE LA MONEDA INTERNACIONAL?	19
I. Necesidades irrecusables	23
La liquidez: talón de Aquiles de la moneda internacional, 27; La inestabilidad de los cambios: desorden macroeconómico e ineficiencia microeconómica, 35; Las interdependencias no reconocidas dentro de las políticas económicas: prejuicios que cuestan caro, 44	
II. Un problema de organización	50
Unidad de la moneda, diversidad de las divisas, 51; Supranacionalidad, negociación, hegemonía..., 55	
2. GRANDEZA DE LAS DIVISAS CLAVE	66
I. Patrón-esterlina: la religión monetaria	70
Comportamientos bancarios y acreedores seguros, 73; La expansión financiera y la estructura de la balanza de pagos, 79	
II. Patrón-dólar: institucionalización descarriada	82
La secularización de la moneda, 86; De la eficacia bajo el control público a la degeneración bajo el efecto del mercado, 29	
3. DECADENCIA DE LAS DIVISAS CLAVE	96

I. Dislocaciones y fraccionamientos entre las dos guerras	98
La espiral deflacionista, 105; Los acuerdos estériles, 109	
II. La inquietante dominación del dólar (a falta de otra divisa)	113
Fluctuaciones del dólar y coyuntura monetaria internacional, 120; La crisis del endeudamiento y los nuevos desarrollos financieros internacionales, 125; El recrudecimiento de las divergencias entre los grandes polos económicos de Occidente, 129	
CONCLUSIÓN: EN FAVOR DE LA COOPERACIÓN INSTITUCIONALIZADA	136
BIBLIOGRAFÍA	155

A LA MEMORIA
DE MI MADRE

EN BUSCA DE UN PRINCIPIO MONETARIO INTERNACIONAL

En el pensamiento económico llamado ortodoxo, las relaciones monetarias internacionales ocupan un lugar aparte. Es cierto que la moneda ha adquirido en nuestros días el prestigio anteriormente reservado a la religión: un dominio misterioso y temible al que sólo pueden acceder los iniciados. Según esta posición, los problemas monetarios internacionales parecen algo sumamente extraño, muy alejado de la vida cotidiana. En la crisis sin fin que sufre Francia junto con toda Europa, nuestra experiencia inmediata nos pone frente al desempleo, a regiones en decadencia, a fábricas que cierran, a mercados insuficientes, a técnicas obsoletas, etc. Al percibir esas calamidades, intuimos presiones internacionales. Además, los medios de comunicación nos obsesionan, sin cesar, con imágenes de guerra económica, de dolorosa adaptación a la apertura de mercados, de sacrificios que debemos aceptar. Pero se trata sobre todo de referencias a fenómenos reales: el peligro de la competencia japonesa, la disciplina de los asalariados alemanes, las ambiciones de los países del tercer mundo. Raramente se menciona la responsabilidad del mal funcionamiento del sistema monetario internacional en cuanto a las dificultades que so-

portamos personalmente, a la austeridad sin salida que se nos impone.

Veamos, sin embargo, nuestra industria automotriz, punta de lanza de nuestra competitividad y marca de nuestros logros en los mercados internacionales de los años sesenta y parte de los setenta. El retraso en los últimos años parece más bien un descarrilamiento. Existen ciertamente buenas razones internas, propias de la industria automotriz: insuficiente renovación de los modelos, poca rapidez en la automatización, gastos generales muy elevados. Pero son factores de gran inercia. Pueden explicar una degradación progresiva, pero no un deterioro fulminante. No podemos tampoco invocar únicamente errores de perspectiva sobre el mercado mundial del automóvil. Tales errores se producen siempre, raramente con efectos catastróficos. Para que esto suceda, las debilidades estructurales y los errores de perspectiva deben interferir con una degradación imprevisible del clima económico general, con las fuerzas fuera del control de empresas de una rama en particular, por más fuertes que éstas sean. La inestabilidad de las relaciones monetarias internacionales puede engendrar tales fuerzas. Para desgracia de las empresas francesas, eso fue lo que sucedió hacia los años ochenta.

Para enfrentar el peligro inflacionista de los cambios flotantes en el contexto de la baja acelerada del dólar a partir de 1978, el gobierno francés se embarcó en la estrategia del franco fuerte. Fue promotor entusiasta del sistema monetario europeo, con la intención, en ese entonces, de enganchar el franco con el marco alemán, a pesar de los repetidos fracasos anteriores. Pero la com-

petitividad de la industria automotriz francesa y de gran parte de las industrias mecánicas sólo podía conservarse mediante un deslizamiento regular del franco en relación con el marco, mientras que debían llevarse a cabo acciones estructurales para modernizar progresivamente la producción. La estrategia del franco fuerte debilitó rápidamente la competitividad. Quizá el golpe hubiera sido recibido sin grandes daños si la política norteamericana no se hubiese invertido brutal e intempestivamente. Las tasas de interés y la cotización del dólar empezaron a calentarse con las más graves consecuencias para los productores franceses. Primero, el alza del dólar acarreaba una baja anormal en el marco, anormal por la solidez de la economía alemana. Era una presión extra sobre la industria automotriz francesa que disminuía sus márgenes en los principales mercados de exportación y la obligaba a elevar sus precios en el interior para compensar, conllevando una amputación de su mercado. Luego, el alza generalizada de las tasas de interés provocó una recesión mundial severa a la que son particularmente sensibles los bienes duraderos de consumo, los automóviles a la cabeza. Puesto que los elevados costos de las empresas francesas las tenían como productores marginados dentro de la competencia internacional, fueron éstas las más afectadas por el reflujo en la demanda. Para terminar, pérdidas enormes iban a aparecer en la explotación, cuando justamente era de vital importancia continuar con las inversiones para la modernización. Era pues necesario endeudarse con tasas de interés prohibitivas que resultaban de la transmisión de la coyuntura norteamericana a nuestro país; además, una parte de la

deuda debía aceptarse en dólares, en el peor momento de la escalada de esta divisa.

Este ejemplo ilustra la incidencia decisiva de los fenómenos monetarios en los aspectos más concretos de la crisis económica. Se trata de fenómenos que sólo son comprensibles a escala internacional y que sólo pueden controlarse mediante acciones concertadas por los estados. Pero una extraña ilusión se extendió a mediados de los años setenta y llegó a su paroxismo a principios de los ochenta. Ya no haría falta una moneda internacional. Las autoridades monetarias nacionales deberían preocuparse únicamente en alcanzar los objetivos internos razonables con medios puramente interiores. Gracias a los cambios flotantes, los mercados financieros internacionales aseguran los ajustes ligeros y continuos de las balanzas de pagos, con la condición de no encargarse de ningún control de cambios. La flexibilidad generalizada de las tasas de cambio evita la definición de un patrón internacional. Al transferir la gestión de las obligaciones externas a los mercados, los bancos centrales ya no deben preocuparse por constituir reservas de cambio. En pocas palabras, es el mundo encantado del mercado perfecto trasplantado a la escala de las relaciones internacionales. En este mundo, la moneda internacional se suprime puesto que ya no tiene una función específica. El sector privado puede utilizar cualquier divisa para efectuar sus pagos internacionales. Las divisas se vuelven triviales, puesto que sólo tienen un papel instrumental, al equilibrarse por sí solas las transacciones comerciales y financieras.

La creencia de que los mercados eran los únicos medios de promover los niveles de equilibrio de

las tasas de cambio ya no es universal. La fábula se esfumó frente a los desórdenes económicos recurrentes, provocados por las fluctuaciones extravagantes del dólar. Un buen día de septiembre de 1985, los eminentes representantes del grupo de los Cinco se dijeron por fin que debía haber algo podrido en el maravilloso universo de la despreocupación. Pero los expedientes adoptados desde entonces se encuentran lejos de una voluntad duradera para poner orden dentro del sistema monetario internacional. Se pasó de un entusiasmo por el flotamiento puro a un escepticismo de desengaño, de un rechazo intransigente hacia las intervenciones sobre los cambios a un pragmatismo intermitente. Pero los debates acerca de la reforma del sistema monetario internacional, interrumpidos brutalmente en 1974, se encuentran aún en punto muerto.

Esta actitud es el resultado de una mezcla de influencias entrecruzadas. La más aparente desde fines de los años sesenta fue el resurgimiento de las ideas prekeynesianas en Estados Unidos. Tomaron la apariencia de monetarismo, con un nacionalismo monetario altanero como corolario [41].* Esta medida puesta en marcha por Connally, bajo el régimen del presidente Nixon, se conformó con la despreocupación benigna de la balanza de pagos y luego reivindicó los cambios flotantes como medida para quitarse de encima las presiones externas [28].

Pero el trastorno más decisivo, puesto que era incompatible con el orden monetario de Bretton-Woods, fue el auge gigantesco de la movilidad de

* Los números entre corchetes remiten a la bibliografía al final de este libro.

los capitales. La convertibilidad de las divisas, limitada a las transacciones corrientes, era una necesidad para respetar la regla de oro de Bretton-Woods: separar los equilibrios temporales y fundamentales en las balanzas de pagos; ejercer presiones de ajuste sobre los países que registran desviaciones persistentes en el saldo corriente. Al contrario, la movilidad generalizada de los capitales privatizó en gran medida la creación de liquidez internacional. También enredó la distinción entre financiamiento y ajuste de los desequilibrios en los pagos externos de los países. Para finalizar, prolongó algunas innovaciones bancarias dentro del crédito internacional, innovaciones que habían nacido en el seno de las economías nacionales: la sustitución de la administración de activo (*reserve management*) por una administración de la liquidez bancaria del pasivo (*liability management*). Por tal motivo, las autoridades monetarias han perdido el estrecho control que ejercían con anterioridad, a través de las reservas oficiales, sobre el financiamiento de las balanzas de pago. La oferta de reserva depende ahora de la demanda de préstamos, privada o pública. Grados de libertad más amplios y más extensos para financiar sus balanzas de pagos han permitido a las naciones abandonar sin pesar las virtudes de los cambios fijos.

Evocar estos cambios que han afectado a las relaciones monetarias internacionales nos hace sentir los lazos entre *los problemas teóricos y los intereses políticos*. Debe evitarse la doble trampa: reducir la cuestión monetaria a un problema cambiario, volver a los cambios fijos o adaptar los cambios flotantes; creer que la plasticidad de los mercados financieros internacionales puede prescindir

de reglas monetarias actuando a su escala. Para poner un límite a ilusiones peligrosas que sólo mantendrían el desorden que rige desde hace 20 años, es necesario (volver a) preguntarse para qué sirve la moneda internacional y deducir de ello lo que es un principio monetario, más allá de las formas particulares que puede adoptar en la historia.

Después, debe evitarse un error de perspectiva. Muchos de quienes están convencidos de la necesidad de un principio monetario internacional ven la salvación únicamente en la hegemonía de las divisas clave. Porque la divisa clave es el único principio que les parece operatorio en un mundo dividido en naciones celosas de su soberanía. La crisis monetaria internacional sería, pues, una transición entre una divisa clave declinante y otra que aún no se afianza. Esta hipótesis es quizá fructífera, aunque insuficiente, para comprender los desórdenes monetarios del periodo comprendido entre las dos guerras. Pero ahora, en nuestros días, ¿vivimos una transición del mismo tipo o transformaciones de otra naturaleza? Para intentar responder a esta pregunta, debemos interesarnos en la coherencia ofrecida por las divisas clave y en las razones de su degeneración. Al mostrar que la decadencia de la libra esterlina y las crisis recurrentes del dólar no tienen las mismas características, puede surgir otra pregunta. La concomitancia de la movilidad de los capitales y de los cambios flotantes diversificó los factores de internacionalización de las monedas y amplió el campo de su coexistencia pacífica. ¿Vamos hacia un verdadero policentrismo monetario? ¿Cuáles son las condiciones para que diferentes divisas puedan

compartir las funciones monetarias internacionales? ¿Cuál es el grado de supranacionalidad aceptable por las naciones y capaz de hacer que el sistema sea viable?

I
 ¿PARA QUÉ SIRVE LA MONEDA INTERNACIONAL?

Consideremos por un momento la siguiente conjetura. Todos los países acuñan el mismo metal y no reconocen ninguna otra forma de pago. Cada uno define su unidad de cuenta como el valor de un peso determinado de metal acuñado. Esta definición es inmutable, de manera que las tasas de cambio entre las unidades de cuenta nacionales son irrevocablemente fijas. La acuñación del metal y de las diversas denominaciones son libres en cada país. No existe ningún riesgo de modificación ni ninguna otra forma de liquidez más que el metal, tanto para las transacciones internas como para las externas.

Se define así un conjunto de reglas que generan una solidaridad monetaria rigurosa y automática entre los países. Puesto que la fijeza absoluta en los cambios y la unicidad del medio de regulación implican que todo desequilibrio en los pagos provoca un flujo de reservas metálicas de los países deficitarios hacia los países excedentarios. Como el precio del metal es fijo y la acuñación es libre, la oferta de moneda nacional depende de los movimientos internacionales de liquidez. El financiamiento de los desequilibrios de pagos por la redistribución de la reserva mundial de metal se prolonga con el ajuste de los precios (en pleno

empleo) o de la producción (en subempleo), que restablece el equilibrio de las balanzas de pagos y detiene los movimientos internacionales de metal amonedado. En el equilibrio de larga duración, ningún país puede desviarse del nivel general de los precios mundiales, el cual está determinado por la teoría cuantitativa de la moneda.

Nada de lo aquí ya expuesto puede imputarse al metal. Las propiedades de este sistema son el resultado de la uniformidad de reglas monetarias que inducen ajustes automáticos. Esto ha sido subrayado por el enfoque monetario de las balanzas de pagos [24]. Pueden respetarse las mismas reglas con una moneda fiduciaria: cambios irrevocablemente fijos, masas monetarias que repercuten íntegramente en las variaciones de reservas, ninguna otra retención de activos en el extranjero más que las reservas monetarias, paralelismo a largo plazo del ritmo de aumento de las masas monetarias nacionales que determinan el crecimiento del nivel general de los precios mundiales.

Otra conjetura, aparentemente opuesta, puede imaginarse para relacionar reglas uniformes y ajustes automáticos. Se trata de reglas que suprimen la necesidad de financiar los desequilibrios de pagos internacionales y también la necesidad de liquidez internacional, por la total flexibilidad de las tasas de cambio. Todo depende del ajuste continuo de los mercados de cambio para adaptar la oferta a la demanda de divisas y mantener permanentemente el equilibrio de todas las balanzas de pago. Las reglas que sobrentienden este ajuste no son menos rigurosas que las de la primera conjetura, pues el ajuste mediante las tasas de cambio promete aislar las variables macroeconómicas de

un país cualquiera de las perturbaciones monetarias que pudieran producirse en el extranjero. Para que esto suceda, los bancos centrales deben abstenerse totalmente de utilizar la tasa de cambio como un medio, o incluso un objetivo, de política económica. Es necesario, pues, renunciar a toda intervención sobre los mercados de cambio. Pero no es suficiente. Para que la tasa de cambio quede en manos del mercado, la política monetaria interna debe renunciar a toda acción discrecional que pudiera afectar la tasa de interés e influir así en la tasa de cambio. El automatismo de la tasa de cambio puede operar únicamente en un mundo en el que los movimientos de capitales sean inexistentes o exógenos en relación con el ajuste de la tasa de cambio y en el que todos los países sigan una regla monetaria cuantitativa interna.

¿Qué pensar de estas dos conjeturas teóricas? Primero, que si tuviesen alguna oportunidad de existir, este libro terminaría aquí y la economía monetaria internacional no sería una rama particular de las ciencias económicas. Más seriamente, el problema no está en que estas conjeturas sean irreales, muy esquemáticas para la compleja realidad. La verdadera cuestión es teórica: no responden a las condiciones lógicas que permiten definir un sistema monetario *internacional*. En ambos casos se viola la hipótesis de soberanía monetaria nacional. Correlativamente, se despeja la especificidad de las relaciones monetarias internacionales. Es directamente evidente en la primera conjetura. Toma en cuenta unilateralmente una sola dimensión de la moneda, su tendencia a la unicidad. La regla postulada define una sola moneda mundial homogénea, de la cual las masas monetarias nacionales

son proporciones que varían automáticamente con los desequilibrios de pagos. La misma aporía, apenas disimulada, caracteriza la segunda conjetura. A primera vista, respeta la autonomía de los países, puesto que las masas monetarias nacionales pueden evolucionar independientemente las unas de las otras. Pero no capta la verdadera naturaleza de la tasa de cambio como medio de interacción entre las naciones. Considera a la tasa de cambio como una simple variable de cierre, lo que mantiene a los países en una pasividad total tanto directamente (por las reservas de cambio), como indirectamente (por las tasas de interés).

Para que las naciones existan en la economía mundial, como entidades irreductibles a los agentes económicos individuales, no debemos partir de hipótesis que identifiquen a las naciones y a los individuos en un vasto mercado de competencia perfecta. Pero, en las dos conjeturas, todos los países tienen comportamientos uniformes, puesto que todos son átomos en el vasto mundo, y ninguno puede tener influencia sobre el resto. Los ajustes se reducen a simples automatismos, según las variaciones de reserva, por un lado, y según las variaciones de cambio, por el otro, porque las naciones se han desvitalizado. Las naciones que entran en esta teoría canónica, repetida sin cesar desde hace más de dos siglos, no tienen nada que decir acerca de la selección de una moneda internacional: por sus políticas monetarias, no tienen interacciones estratégicas, no son ni rivales ni cooperativas, son completamente transparentes por los ajustes de un mercado sin fronteras. O la moneda es homogénea en todas partes, o es puramente interna.

Si se quiere hablar de la moneda internacional

de manera provechosa, debe descubrirse otro panorama teórico. Vamos a explorarlo analíticamente primero, buscando las razones de su presencia. Luego, intentaremos colocar la cuestión de la unicidad o de la multiplicidad de formas de la moneda internacional dentro del problema más general de la ambivalencia de la moneda, es decir de su dualidad entre una tendencia centralizadora hacia una moneda homogénea, y una tendencia al fraccionamiento de monedas parciales y que compiten entre sí. Para finalizar, introduciremos la divisa clave como un principio monetario jerárquico, apto para conciliar las tendencias contradictorias de la moneda en las relaciones internacionales, puesto que no existen instituciones monetarias supranacionales.

I. NECESIDADES IRRECUSABLES

Las conjeturas teóricas que acabamos de examinar tienen el encanto de la ejemplaridad. Han sido concebidas para poner en evidencia, con gran claridad, las relaciones entre estructura y funcionamiento de un sistema monetario, entre la instauración de reglas y los ajustes que en la práctica hacen la coherencia monetaria internacional. Es necesario conservar este procedimiento, pero transformando profundamente el contenido de las propuestas teóricas para tomar en cuenta los siguientes caracteres: la desigual aptitud de las naciones para poner en marcha políticas monetarias definidas en toda soberanía, su desigual capacidad para hacer aceptar su moneda en el extranjero, la pre-

sión global del arbitraje que determina que, entre n países, hay cuando mucho $n-1$ tasas de cambio independientes, los comportamientos de los agentes privados que manejan desigualdades en las estructuras financieras nacionales y la confrontación de voluntades monetarias no siempre compatibles, la incertidumbre de la economía mercantil que es el medio de toda organización monetaria.

La necesidad de moneda internacional es el resultado de los caracteres arriba enunciados, pues *existe competencia de políticas y de usos de monedas nacionales entre los agentes privados del mundo entero*. Esta competencia impide representar las relaciones monetarias internacionales según el esquema de la moneda homogénea y del ajuste automático de las reservas que deriva de ello. Esta competencia tiene como juego preciso la relación entre las divisas, es decir, la tasa de cambio. Esta última no puede ser una variable de cierre, una vez establecidas las políticas económicas nacionales y los comportamientos de los agentes privados, puesto que es parte integrante de la formación de políticas económicas y de los comportamientos financieros privados, que deben tomar en cuenta su retroacción sobre el conjunto de las variables económicas nacionales. Estas interacciones, que no pueden ser suprimidas por una moneda homogénea y que los mercados de cambio no pueden absorber, traen consigo perturbaciones en las relaciones monetarias internacionales. Son asiento de costos de ajuste que pueden ser muy elevados, al punto de incitar a algunos países o grupos de países a poner barreras que dislocan el mercado mundial. Esos costos que no pueden reabsorberse con los ajustes automáticos se llaman externalidades.

Se trata de una hipótesis decisiva que permite expresar teóricamente, la incidencia de la existencia de las naciones en los intercambios mercantiles. Las naciones no pueden asimilarse a agentes microeconómicos; las relaciones entre los agentes macroeconómicos no pueden tratarse como si las naciones no existieran. El libre juego de los mercados, que comprende las decisiones descentralizadas de los agentes privados y de los gobiernos, no conduce a una evolución óptima de la economía mundial. Las interdependencias entre las naciones no son de la misma naturaleza que las presiones por escaseces. No están incorporadas a los precios, tienen que ver únicamente con las propias funciones de decisión. Por eso, en lugar de un equilibrio óptimo de los mercados, la economía internacional podrá presentar una multiplicidad de equilibrios según la manera en que cada nación tome decisiones como reacción hacia las demás. Las externalidades representan los costos de esas reacciones cruzadas.

Esas externalidades sólo podrán disminuir si se emprenden coordinaciones explícitas o por reglas que los estados acepten imponerse y que limiten, en el campo de las interacciones estratégicas, algunos subconjuntos de decisiones mutuamente compatibles. Son estas reglas y estas instituciones coordinadoras las que constituyen la trama de un sistema monetario. En un sistema de esa índole, los gobiernos aceptan moderar sus rivalidades, estrechar los dominios de sus posibilidades, adoptar conductas previsibles para bajar los costos de su interdependencia. Así pues, las externalidades reducen a cero la ilusión de que la economía mundial puede manejarse exclusivamente con mer-

cados financieros. *A contrario*, nos ponen en el camino de una definición general de nuestro objeto teórico. No basta con que el dólar, el franco, el marco alemán, etc., sean utilizados como medios de pago para que sean moneda internacional, ya que la moneda es una relación global entre los centros de decisión económica y la colectividad que éstos forman, relación gracias a la cual los intercambios entre esos agentes adquieren coherencia. Si las divisas sólo se confrontan en el mercado, terminan por definir un principio monetario internacional porque las externalidades sólo pueden reducirse por una centralización, una unidad de la moneda internacional. Por eso *se llama moneda internacional a todo modo de organización de divisas nacionales que realiza esta centralización venciendo su diversidad. Gracias a esta centralización, la incertidumbre de los mercados disminuye y los costos de la interacción entre los países soberanos baja.* La moneda internacional es un compromiso que mezcla estrechamente economía y política. Conserva una forma estable, mientras existe una coincidencia de intereses entre las naciones más influyentes al encontrar ventajas en el hecho de respetar las presiones del modo de organización establecido.

Nuestra marcha está ahora bien trazada. Para encontrar las necesidades de moneda internacional, es necesario poner en evidencia los procesos generadores de externalidades. Los agrupamos en tres categorías: la preferencia por la liquidez y sus consecuencias (necesidad de reservas internacionales y de un prestador en última instancia); la retroacción de las tasas de cambio sobre las economías nacionales y sus consecuencias (posibles circun-

los viciosos en los ajustes de las balanzas de pago y distorsiones en la asignación de recursos); las incompatibilidades en la formación de políticas económicas nacionales y sus consecuencias (indeterminación o multiplicidad de los equilibrios estratégicos). Examinémoslas una por una.

La liquidez: talón de Aquiles de la moneda internacional

La evolución de la liquidez internacional desde 1973 ha desmentido crudamente a los que esperaban ver el flotamiento de las monedas acercarse al modelo ideal de los cambios flexibles "puros". Según este modelo, las balanzas de pagos deben financiarse si las tasas de cambio se adaptan continuamente a los desequilibrios espontáneos, entre las ofertas y las demandas de divisas. Las instituciones oficiales ya no deberían, entonces, tener demanda de nuevas reservas. En cuanto a la demanda de liquidez internacional de los agentes privados, ésta debería limitarse a una reserva mínima de depósitos de transacción para hacer frente a los desniveles imprevistos entre entradas y salidas de divisas, que no permiten pedir los préstamos necesarios en el momento preciso.

¿Qué se ha constatado? El monto de las reservas oficiales de divisas se multiplicó por tres entre 1949 y 1970, luego por ocho entre 1970 y 1984. El ritmo anual promedio de ese aumento, desde 1970, ha sido del 16%, muy cercano al de la masa monetaria mundial (incluida la cuasi-moneda), evaluada a la tasa de cambio en curso. Fue extremadamente irregular: verdadera explosión entre 1970

y 1974, progresión rápida hasta 1980 y, luego contracción hasta 1983 que el aumento de las reservas concertadas no ha podido compensar (DEG y posiciones en el FMI). De 1974 a 1984 cambió la composición de la reserva en divisas: la parte correspondiente al dólar bajó de 79 a 69% aproximadamente, la de la libra esterlina de 4 a 2.5%, mientras que ganaron el marco alemán (6 a 12%), el yen (0.5 a 4.5%) y el franco suizo (1.5 a 2.5%). Aunque importante, el crecimiento de la liquidez oficial fue rebasado por el de la liquidez privada, en forma de depósitos en los eurobanco y en los bancos de los países emisores de divisas. La proporción de las reservas oficiales en el monto total de la liquidez en divisas era en 1974 de 55% y en 1983 de 40 por ciento.

Estas observaciones son inquietantes, ya que la cualidad primordial de un sistema monetario es la de controlar la evolución de la liquidez para combinar razonablemente las obligaciones de ajuste y las facilidades de financiamiento. Pero ha habido a la vez un ajuste aparentemente más ligero, gracias al flotamiento de las monedas, y una gran laxitud del crédito internacional, seguido brutalmente por una extremada restricción a partir de 1981. Registramos pues, con el desajuste de la liquidez internacional, la primera forma de externalidad, es decir, del costo de interdependencias no controladas por una coordinación explícita ni manejadas automáticamente por los precios. Ese desajuste no se debe principalmente al régimen de cambio, puesto que empezó bajo cambios fijos y se prolongó bajo cambios flotantes. Por el contrario, la incapacidad del sistema monetario internacional para controlar la liquidez hizo estallar

los cambios fijos y convirtió a los cambios flotantes en la única alternativa al fraccionamiento en bloques monetarios. Esa incapacidad es el resultado de la conjunción de dos tendencias fundamentales: *el ascenso de los nacionalismos monetarios y la aparición internacional de los bancos comerciales.* La liquidez es el instrumento del nacionalismo monetario; el crédito bancario internacional da libre curso al endeudamiento creador de la liquidez.

Nos gustaría que estas dos tendencias pudieran coexistir pacíficamente. Es legítimo que los gobiernos sean responsables de sus elecciones frente a sus ciudadanos y sólo frente a ellos. Es fácil pensar que la movilidad de los capitales permite transferir el ahorro de los países en donde la rentabilidad del capital es débil hacia países en donde ésta es elevada.

Consideremos, sin embargo, dos grupos de países. El primero se ha propuesto combatir la inflación, y el segundo prefiere conservar un nivel decente de empleo aunque la inflación siga elevándose, siempre y cuando no degenera en un desbocamiento incontrolable. En el primer grupo, una política económica restrictiva eleva las tasas de interés nominales lo más posible para que las tasas reales aumenten. La actividad económica se ve frenada, la inversión y el empleo disminuyen, la rentabilidad del capital productivo se reduce. Pero el rendimiento de los títulos públicos y de los depósitos bancarios aumenta; los capitales llegan y las tasas de cambio se valoran. El segundo grupo de países busca conciliar sus objetivos pidiendo préstamos a los bancos internacionales. Los préstamos les permiten frenar la depreciación de su mo-

neda, y así limitar la inflación. Gracias a los préstamos internacionales, el crecimiento se mantiene y la rentabilidad del capital productivo es superior a la de los países deflacionistas. Pero las tasas de interés corregidas de la depreciación anticipada del cambio son más bajas, de tal manera que, en los países deflacionistas la liquidez se desplaza en sentido contrario a las diferencias de rendimiento del capital real. Además, puesto que el endeudamiento de los países orientados a la defensa del empleo frenó la depreciación de su moneda, la diferencia en el crecimiento tiene un efecto preponderante sobre la balanza comercial que se vuelve duraderamente deficitaria. Esto motiva nuevos préstamos que los bancos internacionales se apresuran en conceder puesto que la demanda de crédito está deprimida en los países deflacionistas y que la inversión productiva en los países de actividad elevada les parece la mejor garantía de solvencia. Estos países aprovechan esta situación y piden más de lo que necesitan, y acumulan reservas. El colchón de reserva da una impresión de seguridad a pesar de las fugas de capitales.

En este proceso, el endeudamiento creciente, la sensibilidad de la liquidez a los rendimientos financieros a corto plazo y el bloqueo del ajuste de las balanzas de pagos forman un todo. El bloqueo del ajuste impide armonizar las políticas acerca de los arbitrajes compatibles entre inflación y nivel del empleo; impide, pues, evolucionar hacia un mejor reparto de los costos de la interdependencia. La dinámica del crédito internacional puede también conducir a situaciones extremas: la sobreliquidez generalizada más allá de las veleidades desinflacionarias del primer grupo de países; el de-

terioró de la situación financiera de los países prestatarios que conducen a un alza generalizada de las tasas de interés, el sobreendeudamiento y la restricción brutal e imprevista del crédito.

Este modelo tiene el mérito de subrayar un carácter esencial de la movilidad internacional de los capitales. No se trata de la redistribución de un monto global y predeterminado de ahorro. Asociado al nacionalismo monetario, es un proceso endógeno de creación de liquidez por crédito bancario o por emisión de títulos financieros sostenida por los bancos [37]. Esta ausencia de reglas generales o de control público concertado para enmarcar la oferta de liquidez internacional da una influencia preponderante a la demanda. Pero la demanda no es autorreguladora. Tiende a monetizar déficits, a retardar ajustes apremiantes, a cristalizar diferenciaciones entre acreedores y deudores que pueden transformarse en oposiciones violentas.

¿Por qué un sistema monetario internacional en el que la liquidez depende del monto de las demandas separadas de los países tiende a la inestabilidad? Es que la liquidez es una noción prospectiva que depende ante todo de los juicios frente a la incertidumbre. Desde el punto de vista de un agente económico, es líquido todo activo financiero capaz de dar acceso a los medios de pago internacionales en una fecha futura indeterminada, con un costo de transacción bajo y sin riesgo de pérdida de capital. Esta cualidad que significa liquidez no es pues intrínseca; no es una utilidad que entra en el campo de preferencias de los agentes según una función conocida y propia de cada agente individual. La liquidez se confiere por la confianza en que los atributos prestados a cier-

tos activos se perpetuarán en el futuro [1]. Pero la confianza es un juicio colectivo pronunciado por unanimidad, o por lo menos por una gran mayoría de apreciaciones emitidas por agentes económicos separados. Como todo fenómeno colectivo que es fruto de la opinión pública, la confianza en una forma particular de la liquidez internacional es eminentemente versátil, si no se mantiene dentro de reglas comúnmente aceptadas y si no está garantizada por autoridades monetarias confiables. Cuando la liquidez se obtiene por un proceso endógeno que depende de la demanda pierde las referencias comunes indispensables a la autorreproducción de la confianza. La preferencia por la liquidez se inestabiliza en cuanto al monto global pedido y a los tipos de activos deseados. La flotación de los pronósticos, asociada a la pérdida de referencias, suscita contradicciones que crean externalidades muy perjudiciales para los ajustes internacionales.

1) Una primera contradicción se refiere a la liquidez demandada sobre mercados financieros privados dentro de una economía de endeudamiento internacional. Las reservas oficiales derivadas de préstamos tienen la desagradable propiedad de desaparecer en el momento en que más se las necesita: así lo han experimentado varios países en vías de desarrollo. Para países con moneda no convertible, o países con moneda formalmente convertible pero poco internacionalizada, que por lo mismo no pueden financiarse con su propia moneda, pedir montos elevados de reserva en divisas forma parte de una política de endeudamiento. Si esos países se ven lanzados en un crecimiento rápido, las irregularidades en sus balanzas de pagos se am-

plían cuando la coyuntura internacional se modifica. Al guardar reservas abundantes, pueden regularizar su crecimiento. Si su tasa de crecimiento es constantemente superior a la tasa de interés real de los préstamos obtenidos, el endeudamiento se convierte en una riqueza neta, puesto que los ingresos futuros suscitados por el endeudamiento aumentan más rápido que las deducciones debidas al pago de la deuda [16]. Para esos países, las reservas que contribuyen a realizar este régimen de endeudamiento aparecen como reservas libres. Pero la ilusión se desvanece cuando el alza generalizada de la deuda provoca el alza de las tasas de interés reales y reduce las tasas de crecimiento. Los países endeudados se dan cuenta de que hacen falta mercados y que los términos del intercambio se degradan en el momento en que las presiones del pago de la deuda se vuelven efectivas. Al recibir el golpe todos los países al mismo tiempo, las reservas ya no ofrecen seguridad alguna. Se derriten como la nieve al sol y ya no pueden constituirse con la ayuda de nuevos préstamos.

Así, la lógica de los mercados financieros internacionales ha operado en contrasentido de las necesidades de reservas, cuando la solvencia de los deudores se ha puesto en duda. En tal situación, todos los países quieren *ganar* reservas en lugar de *pedirlas prestadas*. Si el sistema monetario internacional no cuenta con ningún procedimiento para crear y asignar nuevas reservas fiduciarias, es decir que no sean contrapartidas de préstamos suplementarios, los países deberán dedicarse a ganar esas reservas en una competencia sin piedad para tener balanzas ^{por c/c} comerciales excedentarias.

2) Una segunda contradicción se refiere a las rela-

ciones entre la demanda de liquidez y las tasas de cambio flotantes. Se ha visto que los cambios flotantes no ponen fin a las necesidades de liquidez. Al contrario, las aumentan puesto que aumentan la incertidumbre. También hacen más difícil la administración de las reservas, puesto que las categorías de activos capaces de asumir esta función ya no son estables ni identificables *a priori*. La versatilidad de la opinión común sobre las formas más adecuadas de la liquidez provoca sustituciones bruscas e imprevisibles entre activos financieros expresados en diferentes divisas. Como reacción, esas sustituciones mantienen la inestabilidad de las tasas de cambio. Además, pueden desplazar depósitos de un banco a otro según se sospeche alguna fragilidad dentro de las instituciones financieras que con anterioridad habían prestado a deudores ahora considerados insolventes. En tales circunstancias, la viabilidad de las relaciones financieras internacionales depende de un dispositivo que es evidente más allá de las capacidades del mercado: la organización de la función de prestador internacional, en última instancia [27].

El aumento de las necesidades de liquidez en un régimen de tasas de cambio flotantes resulta de su descentralización. Cuando las tasas de cambio son fijas y la forma superior de la liquidez bien identificada, los agentes privados no tienen ninguna motivación para detener reservas más allá de los fondos de transacción. Las necesidades de reservas pueden centralizarse en bancos centrales. La centralización hace jugar al máximo las economías de escala: en relación con un monto dado de transacciones internacionales, un fondo de reservas a disposición de un banco central disminuye fuerte-

mente las necesidades con respecto al monto de los fondos individuales que deberían constituir por separado los agentes privados de un país. Contrariamente, las tasas de cambio flotantes dispersan a los detentadores de liquidez. Si los bancos centrales necesitan menos reservas oficiales porque han decidido no intervenir en los mercados de cambios, la variabilidad de las tasas de cambio se eleva y provoca un aumento de las reservas privadas, respondiendo así a un comportamiento de precaución [13].

Para finalizar, la diversificación entre divisas es una consecuencia de la diseminación de los detentadores de reservas y de la desigualdad de sus juicios hacia las tasas de cambio flotantes. Las economías de escala ligadas a la centralización de las reservas en régimen de cambios fijos favorecen la selección de una moneda vehicular única [31]. Un medio de pago aceptable universalmente da un poder liberador superior a las demás divisas cuando el riesgo de cambio se neutraliza a causa de la regla de cambios fijos. La divisa, que es soporte del medio de pago internacional, se convierte entonces en la forma superior de la liquidez. Al contrario, los cambios flotantes se acompañan de los riesgos de cambio que inducen costos suplementarios. Puede haber ventajas en diversificar la liquidez entre un pequeño grupo de divisas.

La inestabilidad de los cambios: desorden macroeconómico e ineficiencia microeconómica

De una manera abstracta, la inestabilidad de los cambios no está necesariamente asociada a un ré-

gimen de cambios flexibles. La segunda conjetura teórica presentada al principio de este capítulo describía, al contrario, la tasa de cambio como un modo eficaz de ajuste de las balanzas de pagos. Existe inestabilidad cuando la flotación de las monedas forma parte de un desorden más fundamental del sistema monetario internacional. Pero la inestabilidad de los cambios pone en marcha, como reacción, procesos que propagan los desequilibrios macroeconómicos de un país a otro y que crean distorsiones graves en la captación microeconómica de recursos.

Ahora se reconoce ampliamente que las tasas de cambio flotantes no cumplieron las esperanzas de sus promotores. El hecho primordial es la amplitud de los movimientos plurianuales de las tasas de cambio. De 1980 a 1985 el dólar se revaluó un 69% en tasas efectivas, y el yen un 59%. *A contrario*, el marco alemán, se devaluó un 16%, la libra esterlina un 32%, el franco francés un 37% y la lira italiana un 39%. Esta polarización entre las divisas europeas por un lado, y del dólar y el yen por el otro, no es consecuencia de diferencias de inflación. Poniendo de lado a Italia, las tasas de cambio reales varían en igual medida, a veces más, que las tasas de cambio nominales. Así, el dólar se revaluó en realidad en un 58% y el yen en un 33%. El marco alemán se devaluó en un 32% (dos veces más que en su valor nominal) y el franco francés en un 28 por ciento.

Dichos movimientos no obedecen a las determinantes fundamentales que evolucionan de manera mucho más lenta (productividades relativas entre sectores, cambios de especializaciones industriales, modificaciones en el reparto de los ingre-

so). Existen pues fuerzas dominantes dentro de los mercados de cambio que llegan a formar precios relativos entre países, presentando las tasas de cambio reales distorsiones considerables respecto de los factores reales de la competitividad. La distancia que separa la estructura de las tasas de cambio reales y las ventajas comparativas de los países provoca *una mala asignación de los recursos*. En los países que sufren una sobrevaluación real, ésta se manifiesta por la destrucción de la base industrial, por costos sociales que causan un aumento excesivo de la deuda pública y por reivindicaciones proteccionistas. En los países que sufren una subvaluación real, se traduce en inflación importada que puede degenerar en espiral inflacionaria si los salarios reales son rígidos, por una distorsión de los flujos comerciales con corrientes de exportación insostenibles a largo plazo o por inversiones que después se descubren erróneas. La sucesión de periodos de sobrevaluación y de subvaluación no anula los costos de cada una de las situaciones, los acumula.

El resultado de las tasas de cambio flotantes no ha sido mejor en cuanto a los ajustes en las balanzas de pagos. Las distorsiones de las tasas de cambio reales van de la mano con los graves desequilibrios en las balanzas corrientes entre los grandes países industrializados. Sin embargo, un estudio más profundo indica que, los desequilibrios más pronunciados y más persistentes se originan en los movimientos del dólar con respecto a otras divisas. Las repercusiones de las fluctuaciones gigantes del dólar crean perturbaciones más importantes en otros países que los cambios en la competitividad propios de estos últimos. Pero la expe-

riencia de los países europeos en los años setenta mostró que las variaciones de las tasas de cambio, seleccionando monedas fuertes y débiles por repercusión de los movimientos del dólar, provocaban coyunturas diferenciadas, según las estructuras industriales de los países.

Las tasas de cambio no se limitan a expresar las relaciones entre sistemas de precios nacionales que podrían definirse a partir de determinantes esenciales de la formación de los precios. Por eso la variación de las tasas de cambio, sobre todo si se produce entre países muy ligados por el comercio en mercancías, puede mantener un doble círculo vicioso entre un grupo de países cuyas monedas son cada vez más fuertes y aquel cuyas monedas son cada vez más débiles.

Los países con monedas débiles importan la inflación de aquellos con monedas fuertes a causa de la depreciación de sus monedas. Si la lucha por el reparto de los ingresos es áspera dentro de los primeros, proliferan procesos de ajuste a la variación de los precios que propagan la inflación importada en los precios interiores. La rigidez del reparto de ingresos anula los logros de competitividad que se esperaban con la baja en el cambio, lanzando de nuevo así la devaluación monetaria. Pero esto refuerza la apreciación de las monedas fuertes. Estos últimos países se benefician con términos de cambio favorables y con una inflación mínima. Pero la presión de la competencia extranjera sobre el sector industrial hace cada vez más difícil el compromiso entre rentabilidad y mantenimiento de las partes de mercado. Una parte de las empresas desaparece pura y llanamente, otra parte sacrifica inversiones de expansión en fa-

vor de inversiones de racionalización. En ambos casos se producen pérdidas de empleos. Son la sanción de la moneda fuerte y permiten perpetuarla.

En tal situación, las tasas de cambio flotantes son los vectores de una interdependencia particularmente ineficiente. El ritmo de crecimiento disminuye, por una parte, por las presiones de la moneda fuerte y, por la otra, por las políticas de estabilización que la inflación provoca siempre en los países de moneda débil. Así, la mala regulación de la moneda internacional provoca, por la vía de la tasa de cambio, cadenas que pueden ir al encuentro de los ajustes esperados del funcionamiento del sistema. Las diferencias estructurales entre los países se transforman en desequilibrios macroeconómicos polarizados, en lugar de verse modificadas por presiones correctivas en los pagos exteriores. Las tasas de cambio flotantes no son compatibles con la determinación de un equilibrio de las balanzas corrientes, además de no ser buenos guías para la asignación de recursos.

Las tasas de cambio tienen estos efectos decepcionantes porque la movilidad de capitales domina su determinación. La tasa de cambio tiene doble naturaleza. Es un elemento en la formación de los precios de los activos financieros expresados en diferentes divisas; como tal, forma parte del equilibrio cotidiano de los mercados financieros interdependientes en moneda nacional y en divisas, mercados de incursión que se ajustan instantáneamente mediante los precios [57]. Es también la relación entre unidades de cuenta nacionales y extranjeras. Como tal, une el sistema de los precios interiores al de los precios internacionales en bienes y servicios, según repercusiones en cadena más

o menos fuertes y más o menos rápidas que se prolongan por la reacción de los precios sobre los flujos que determinan la balanza corriente. La dualidad de la tasa de cambio es la hipótesis central de los modelos de sobreajuste que explican las distorsiones de las tasas de cambio reales por la diferencia en las velocidades de ajuste de los mercados financieros y de los mercados de bienes y servicios [20]. Pero esto ofrece cuando mucho un eslabón técnico en la explicación del fenómeno. No indica por qué los mercados financieros se encuentran dotados de una tal inestabilidad que las distorsiones de cambio se acumulan en el mismo sentido durante varios años. Tampoco dice por qué las distorsiones mayores se deben invariablemente a las variaciones del dólar, y no a las perturbaciones que afectan inicialmente a otras divisas. Debemos admitir que la inestabilidad de los mercados financieros está ligada a los pronósticos privados acerca de la evolución del dólar, en el interior de un sistema monetario caracterizado por la movilidad de los capitales y el nacionalismo de las políticas monetarias. Así, el mal funcionamiento de los cambios flotantes se ve íntimamente ligado a la ausencia de procedimiento colectivo con el fin de controlar la oferta de liquidez internacional que se subrayó previamente. Este hilo de Ariadna de la desorganización monetaria internacional, que reúne a tres tipos de inestabilidad, en la liquidez, en las tasas de cambio y en las balanzas corrientes, también es triple.

El problema esencial y permanente es la formación de los activos financieros internacionales por el sistema de crédito privado, que hace que los

países sean extremadamente desiguales y que retrasa peligrosamente las presiones para equilibrar las balanzas corrientes, eventualmente corregidas, de los flujos estables de capitales a largo plazo. La incertidumbre que acompaña a los riesgos del crédito trae consigo poderosas externalidades que hacen que los mercados sean ineficientes. El único riesgo de volatilidad de los precios de los activos financieros es simétrico, para cada una de las contrapartes, a las transacciones financieras, sólo si es motivado por acontecimientos aleatorios independientes. Puede incorporarse a la evaluación de los activos y minimizarse por diversificación. El riesgo de crédito, al contrario, va en un solo sentido: si la aptitud de los deudores para pagar se deteriora, la situación financiera de sus acreedores se degrada. Cuanto más avanzada está la integración, más rápida y más profundamente se propaga la fragilidad financiera dentro del sistema.

Es ésta la primera causa, realmente estructural, de las grandes distorsiones de tasa de cambio. Las emisiones de los activos financieros internacionales por el sistema internacional tienen una estructura en divisas que generalmente no corresponde a las preferencias de los detentadores de esos activos por una distribución dada de los rendimientos relativos entre sí. Particularmente, un aumento acumulativo del endeudamiento, sobre todo si éste entra en colisión con un cambio imprevisto de la coyuntura internacional, modifica brutalmente la percepción de los riesgos de crédito y cambia la naturaleza de los activos considerados como soportes de la liquidez. Al polarizar *en el mismo sentido* las actitudes de los operadores, los desplazamientos de la preferencia por la liquidez

crean tensiones que no pueden ser absorbidas a corto plazo por modificaciones relativas de las tasas de interés entre los países, sobre todo si los gobiernos consideran que las tasas de cambio flotantes les autorizan a llevar políticas monetarias independientes. La adaptación de los rendimientos relativos implica grandes variaciones de las tasas de cambio. Puesto que la mayor parte del crédito internacional es en dólares, la disponibilidad de los activos en otras divisas es limitada. Un desplazamiento, aun marginal, de la preferencia por la liquidez sobre otras divisas crea fluctuaciones considerables de las tasas de cambio entre el dólar y esas divisas.

Una especulación desequilibradora puede venir a injertarse en este proceso fundamental dentro de una economía internacional dominada por intereses incompatibles entre deudores y acreedores. En los periodos de gran tensión, en los que la incertidumbre se encuentra en su punto máximo, un sobreajuste de las tasas de cambio puede degenerar en acto especulativo. Tal fue el caso del dólar contra las demás divisas, a la baja en el verano de 1978, a la alta en el otoño de 1984 y el invierno de 1984-1985. Tales especulaciones son devastadoras porque ocasionan una variación de las tasas de cambio que se mantiene por sí sola y que está totalmente desconectada de los determinantes fundamentales del cambio. Un acto especulativo es entonces peligroso porque no puede dar lugar a un reequilibrio endógeno del mercado. No puede más que derrumbarse, a menos que intervenciones coordinadas de bancos centrales se encarguen de la inversión de las tasas de cambio. Cuando existen dudas respecto de los grados de

liquidez respectivos de las diferentes categorías de activos, los operadores pierden la confianza en sus pronósticos sobre la evolución futura de las tasas de cambio. No pueden distinguir entre informaciones pertinentes e informaciones que no lo son. Se crea un estado de indiferenciación dentro de los esquemas de interpretación que lanza sospechas sobre las relaciones entre las tasas de cambio y las variables designadas por lo común, con o sin razón, como determinantes (precios, balanzas corrientes, tasas de interés...). Como no existe percepción confiable de una tasa de equilibrio futura, los operadores se imitan los unos a los otros porque buscan en el interior del mercado signos para tranquilizar su propio juicio. Es entonces el gran éxito de los métodos archivistas que vuelven a revisar los pronósticos en función de los movimientos recientes de la tasa de cambio. Cuando se forma la casi unanimidad con respecto a las prácticas de imitación recíproca, los pronósticos se autorrealizan y llevan a la tasa de cambio corriente a una dinámica puramente especulativa.

Dentro de los nuevos informes, susceptibles de polarizar de esta manera los pronósticos, figuran, en primer lugar, cambios imprevistos dentro de las políticas económicas de los países cuyas monedas tienen curso internacional. Claro está, las sacudidas de la política norteamericana; particularmente caótica y poco preocupada por sus efectos en el extranjero, son la más poderosa fuente de inestabilidad. Pero las consecuencias son tanto más dañinas en cuanto que los demás países, especialmente los países europeos, no tienen relaciones de cooperación entre sí. El "cada quien lo suyo"

de la política económica es la tercera gran carencia de un sistema monetario internacional sometido a la movilidad de los grandes capitales, pero desprovisto de reglas comunes, siendo las dos primeras el desorden en la liquidez y la inestabilidad de los cambios.

Las interdependencias no reconocidas dentro de las políticas económicas: prejuicios que cuestan caro

Las distorsiones de las tasas de cambio ocasionan una pérdida colectiva en la economía internacional. Estaríamos tentados de llegar a la conclusión de que los cambios fijos son superiores a los cambios flotantes. De esta manera la reforma del sistema monetario se reduciría a estabilizar las tasas de cambio. Esto sería deslizarse de una ilusión a otra. Para empezar, las distorsiones vienen de las tasas de cambio reales; no hay garantía de que se reduzcan mediante presiones sobre las tasas de cambio nominales. Además, las pérdidas de eficacia debidas al mal funcionamiento del régimen de cambios están muy lejos de quedar distribuidas, de manera equitativa. Algunos países de entre los más poderosos encuentran ventajas en los cambios flotantes que les aseguran efectivamente una mayor autonomía y les permiten arrojar a los demás los costos del desorden del sistema monetario internacional. Para finalizar, establecer cambios fijos permite evitar las formas más graves de círculo vicioso, cuando toda una economía nacional está obsesionada por la especulación sobre los cambios. Pero un régimen de cambios fijos pue-

de exacerbar los costos de ajuste mutuo de los países, si se instala en un ambiente en el que las decisiones estratégicas de los gobiernos se tomen independientemente las unas de las otras.

Europa vivió esta triste experiencia en los años setenta, con el fracaso rotundo de la tentativa de la serpiente monetaria. En particular, Francia tuvo un movimiento de acordeón entre las fases de acoplamiento con el marco alemán y las de desacoplamiento en las que el franco se veía arrastrado por la baja del dólar. El sistema monetario europeo intentó remediar esas dificultades incorporando consultas multilaterales en su funcionamiento. Tuvo éxito en la medida en que las autoridades monetarias han dado a esas consultas, formales o informales, una voluntad de salvaguardar el dispositivo. De cualquier manera, la naturaleza de la cooperación establecida no está exenta de graves defectos y su extensión eventual hacia un mayor número de participantes es aún más difícil. Es necesario comprender, de una manera general, los costos de interdependencias macroeconómicas no tomados en cuenta en la formulación de las políticas económicas, para poder luego abordar útilmente la cuestión de la organización de la moneda internacional.

Sabemos que ningún régimen de cambios puede neutralizar la transmisión de las perturbaciones monetarias por medio de capitales móviles. Cuando un gobierno elige sin tomar en cuenta que su acción influirá en los demás participantes, que éstos van a reaccionar y que sus reacciones van a repercutir en el primer país, de ahí resultan costos que no existirían si los países en cuestión hubiesen tomado en cuenta con anterioridad sus inter-

acciones. Se trata de externalidades provenientes de repercusiones mutuas no controladas, a causa de la vana afirmación de una soberanía ilusoria. Son tanto más nefastas para los países asociados cuanto más similares son y más estrechamente ligados están por los intercambios de bienes y servicios [42]. Pero se combaten tanto más eficazmente cuanto mejor perciben sus interdependencias intensas y más incitados se ven a establecer entre sí una unión monetaria sólida.

En función de la gama de los objetivos que cada país decide perseguir, de la ponderación implícita que los gobiernos les conceden, de la multiplicidad de los canales de influencia de los medios de acción de unos sobre la realización de los objetivos de otros, es posible una gran variedad de configuraciones estratégicas. Existen pues equilibrios estratégicos múltiples que agregan una incertidumbre particularmente perversa a las relaciones internacionales. En efecto, no procede de acontecimientos aleatorios exógenos, sino del desconocimiento endógeno de los centros de decisión de cada país respecto de las reacciones de los demás hacia sus propias decisiones. Es en esta situación que los asociados se convierten en rivales.

Un equilibrio particularmente ineficiente está inspirado en las situaciones del tipo del "dilema del prisionero". Tiene una lógica muy simple en las relaciones entre dos países. Cada uno de ellos tiene una estrategia dominante, es decir una preferencia incondicional por una conducta de su política económica, independientemente de la elección del otro. Además, cada uno tiene una preferencia incondicional en la elección de su asociado, cualquiera que sea su propia acción. Pero

estas dos preferencias son incompatibles; de ello nace una hostilidad recíproca. Los dos países se encontrarían en mejor posición si eligieran una conducta pacífica en lugar de una conducta hostil. Pero no está a su alcance. Puesto que el agresor prefiere una agresión unilateral a la paz y el agredido teme más la agresión que la guerra, por lo que se presentaría con disposiciones pacíficas. El juego se establece en una salida ineficaz para cada uno por falta de reglas capaces de inducir compromisos mutuos o amenazas disuasivas para descartar las conductas hostiles.

Este esquema teórico es frecuente en las relaciones económicas internacionales. Consideremos dos países de tamaño similar, cuyos intercambios recíprocos son preponderantes en la formación de sus saldos corrientes. En un contexto de inestabilidad monetaria internacional, cada uno juzga que su saldo es crucial y teme por encima de todo un déficit, porque el endeudamiento en las condiciones del mercado es oneroso y arriesgado y porque no existe fuente de reservas fiduciarias supranacionales. Cuando ambos países se encuentran en situación de subempleo, les conviene una acción común. Pero cada uno prefiere ver al otro actuar unilateralmente, sobre todo si le da más importancia al mejoramiento del saldo exterior que al nivel de empleo. Si él no actúa y su asociado sí, tiene doble ganancia, pero relativamente mayor en la posición exterior. Mientras los países no logren comunicarse una confianza recíproca en su voluntad de intentar un nuevo impulso, el estancamiento se establece por tiempo indefinido.

Estos desequilibrios estratégicos ineficientes se pueden generalizar en relación con varios partici-

pantes y extender hacia otras configuraciones además del "dilema del prisionero", particularmente a juegos sin conflictos de intereses pero con falta de coordinación [44]. En la práctica son frecuentes. Se explica de esta manera el fracaso de la doctrina del "convoy" postulada por la OCDE a fines de los años setenta con el fin de promover un crecimiento mundial más regular. Las autoridades alemanas se arrepienten de haber intentado un relanzamiento unilateral de su economía en 1978. Cuando en 1985 se volvió a presentar el problema de relevar el crecimiento norteamericano, la República Federal de Alemania y el Japón se negaron rotundamente a pesar de sus muy bajas inflaciones y sus enormes excedentes corrientes.

La experiencia de la desinflación en Europa a principios de los años ochenta demuestra que una regla de cambios fijos no es suficiente para evitar equilibrios ineficientes. La obligación de mantener tasas de cambio entre márgenes de fluctuación impuestos limita la inestabilidad de los mercados financieros a corto plazo, pero no produce por sí sola estrategias cooperativas. A plazo medio se constata un mismo tipo de equilibrio que si las tasas de cambio hubiesen sido flotantes.

Así pues, los países europeos recibieron juntos el segundo golpe petrolero, más el golpe de la vertiginosa subida del dólar. No tenían influencia alguna sobre esos acontecimientos potencialmente inflacionarios y si les interesaba ponerse de acuerdo para minimizar las incidencias reales. Sin embargo, siguieron simultáneamente políticas separadas. Terminaron por converger en la desinflación, con aumento en los precios y presiones mutuas que condujeron a todos los países a aban-

donar la defensa del empleo con elevados costos en términos de pérdida de crecimiento. La República Federal de Alemania y los países dependientes han llevado políticas deflacionistas brutales tanto monetarias como presupuestarias. Han hecho pesar sobre Francia y sobre Italia una presión sobre los cambios que ha ampliado las incidencias inflacionistas debidas a la subida del dólar. Las balanzas corrientes de estos países se han deteriorado fuertemente y más aún en Francia que buscaba frenar la degradación del empleo mediante un modesto relanzamiento. Fue necesario pues, a partir del segundo semestre de 1982, cambiar el rumbo y llevar políticas mucho más restrictivas para obtener el mismo grado de desinflación que hubiese logrado una política común de Europa respecto de los conflictos externos.

Sin embargo, una estrategia común no es siempre la respuesta correcta. Existen coyunturas en las cuales los países se ven afectados de desigual manera. Es el caso de las perturbaciones que se traducen en evoluciones opuestas de los saldos corrientes. *Lejos de ser convergente, una coordinación puede necesitar expresarse en políticas divergentes*. Es por eso por lo que una gran variedad de desequilibrios no se puede tratar con las mismas reglas de cambio. Las relaciones monetarias internacionales plantean un problema de organización mucho más complejo.

II. UN PROBLEMA DE ORGANIZACIÓN

La necesidad de liquidez, la inestabilidad de los cambios, las rivalidades en las preferencias nacionales plantean problemas monetarios internacionales. Se ha descubierto el origen de los mismos en la confrontación de dos exigencias incompatibles: la libertad completa de movimiento de capitales, por un lado y la afirmación intransigente de las soberanías monetarias nacionales, por el otro. Las distorsiones de precios, los ajustes ineficientes, los comportamientos desestabilizantes suscitados por la incertidumbre indican claramente que los mercados financieros no bastan para regular las interacciones creadoras de externalidades. Cuando lo monetario se reduce a lo financiero es que se está instalado en la desorganización.

Debemos preguntarnos por qué la economía internacional es sensible a esta degradación. Si la moneda es un principio de cohesión de las relaciones económicas, distinto a los arbitrajes financieros, justamente debemos captar su naturaleza. Si este principio no llega a consolidarse en la economía internacional, contrariamente a los sistemas monetarios nacionales, es que está establecido en ella de manera incompleta. La moneda nacional es soberana dentro de su propio espacio. Ya no lo es cuando se convierte en divisa, es decir deuda de un banco o de una institución pública nacional que circula entre no-residentes como medio de pago internacional. Ya sea una deuda estrictamente privada o la deuda externa de un estado, estará siempre a prueba dentro de los arbitrajes financieros para demostrar su validez. *También, la primera cualidad de las divisas es su*

convertibilidad. Al contrario, *la cualidad primaria de una moneda es su unicidad.* Es una regla social que extrae su validez de una representación colectiva: desde el momento en que se establece, todo mundo encuentra ventajoso conformarse a ella. ¿Cómo instituir esta unicidad entre la pluralidad de las divisas competidoras?

Unicidad de la moneda, diversidad de las divisas

La disolución de la regla monetaria dentro de los arbitrajes financieros es el origen esencial de las dinámicas inestables que hemos detectado. Tomemos de nuevo el ejemplo de la incertidumbre sobre el tipo de activo capaz de representar la liquidez internacional. No se trata de un riesgo *cuantitativo*, provocado por azares que podríamos enumerar y evaluar mediante el cálculo de probabilidades. Se trata de una incertidumbre sobre una *cualidad*, la liquidez de un activo, que depende de un conjunto de condiciones tan numerosas, interdependientes y abiertas, que retan a la capacidad de todo agente económico a definir-las, deslindarlas y sobre todo prevenirlas. Si se confía al mercado la búsqueda de la liquidez, ésta se llevará a cabo siguiendo un proceso de imitación recíproca que tendrá tendencia a polarizarse sobre un activo particular. Este proceso es perverso: mientras más focalice un activo la atención del mercado, más aumentará su demanda, más subirá su precio, más aparecerá a los ojos de los operadores como la forma ideal de la reserva de valor. Así pues, degradar la liquidez, que es una cualidad de la moneda, sometiéndola a los arbitrajes

financieros, conduce de pleno a una dinámica especulativa en la que la demanda se convierte en función creciente del precio del activo elegido por el mercado. Contrariamente, en un sistema monetario nacional bien organizado, la forma superior de la liquidez se define institucionalmente dentro de una estructura jerarquizada y garantizada por el funcionamiento mismo de esa institución (el banco central). La liquidez se impone a los agentes económicos. Es a partir de ella que los activos financieros negociables pueden ser evaluados según el rendimiento-riesgo, y que los mercados financieros pueden desempeñar su papel de orientación de los capitales.

Existen pues distintos niveles de organización que se acoplan jerárquicamente. Las características de la moneda son reglas sociales, es decir relaciones entre cada agente privado, por un lado, y la colectividad que éstos forman y que los rebasa, por el otro; estas reglas se imponen a todos y están más allá de las rivalidades competitivas cuando el sistema monetario funciona normalmente. Los arbitrajes financieros son relaciones competitivas entre agentes privados. No cumplen correctamente si no manejan las faltas relativas dentro de un marco institucional estable que es capaz de diferenciar precisamente las cualidades de los diferentes activos respecto de las funciones de la moneda.

Pero, se dirá con razón, las reglas monetarias no dominan a los agentes privados desde un cielo inaccesible e inmutable. Sólo *si inspiran confianza* pueden ser eficaces para diferenciar los activos financieros y calmar el vagabundeo de las previsiones. A menudo, aquellos que invocan la con-

fianza no se dan cuenta o no quieren darse cuenta de que es una relación completamente extraña a la economía de mercado puro en la que sólo reina la relación de arbitraje (preferir una utilidad mayor a una menor). La confianza es una actitud eminentemente colectiva frente a la incertidumbre: acepto conservar tal o cual forma de liquidez porque confío en que los demás también la aceptarán. ¡Es absurdo confiar solo! No es un cálculo individual dentro del secreto de sus preferencias egoístas.

Si la relación de los individuos libres hacia una regla social es la confianza, ¿qué significa la confianza en la moneda? En este sentido, modelos teóricos recientes se acercan a antiguas intuiciones [23]. La moneda es un mero vínculo social que permite establecer intercambios mercantiles ventajosos para todos los agentes privados, en el tiempo o en el espacio, y que podrían establecerse por la simple virtud de los contratos privados. La moneda es pues, por excelencia, un reductor de externalidades. Confiar en la moneda significa postular que será indefinidamente aceptada y que por consecuente garantizará la realización continua y potencialmente ilimitada de las relaciones mercantiles. La confianza en la moneda es la confianza en la perennidad del orden mercantil, más allá de los horizontes individuales de cálculo de los agentes privados. La moneda es esta institución central que representa la perennidad de todo un orden social. En cada intercambio en que la moneda cambia de mano, se encuentra implícito el postulado de que ese intercambio se inscribe en una cadena ilimitada de intercambios futuros. Por esta característica fundamental *la moneda es una.*

De estas propiedades teóricas se derivan la necesidad de una moneda internacional, y también la dificultad de definirla y de administrarla. Cuando se dice que la tasa de cambio es una relación de arbitraje entre dos monedas, es decir un precio, entre dos divisas consideradas como activos financieros, se presenta una exigencia contradictoria. Puesto que la moneda es una en sus funciones estrictamente monetarias de unidad de cuenta, de vehículo de pago, de forma superior de liquidez. Esta unidad funcional resulta de su condición de regla social, aun cuando los signos que son soportes de la moneda sean aparentemente múltiples. Es por eso por lo que es necesaria una organización de la moneda. El conjunto de los compromisos de las instituciones financieras que se revisten de funciones monetarias no queda delimitada de una vez por todas; las reglas monetarias se transforman también dentro de las complejas relaciones con la competencia financiera. Sin embargo, cuando las deudas emitidas por los bancos, por ejemplo, se convierten en componente permanente de la moneda dentro de los sistemas nacionales, han sido sometidas a presiones específicas. Esas presiones son inherentes a la organización (compensación de los saldos interbancarios, liquidación en un activo jerárquicamente superior emitido por el banco central, prestador en última instancia) que asegura que las tasas de cambio entre las monedas bancarias se fijan siempre e inmutablemente a la unidad.

Esto significa que, a los ojos de los operadores económicos, dos signos monetarios que compiten para asumir las mismas funciones monetarias no pueden distinguirse. El mercado no puede deter-

minar un precio de equilibrio entre ellos. Su tasa de cambio no puede ser sino convencional [29]. Si esta convención se abandona a la simple confianza del mercado, sin apoyo institucional, puede verse sacudida por toda clase de acontecimientos. La tasa de cambio se somete a las variaciones del mercado antes de polarizarse en otro valor convencional; es esto lo que da a la tasa de cambio entre las grandes divisas, candidatas a las funciones monetarias internacionales, la apariencia de una marcha aleatoria.

La soberanía política del estado-nación prohíbe a las divisas participar en las funciones monetarias en el interior de las naciones. Delimita pues espacios monetarios distintos. Pero eso no basta para ajustar las relaciones entre las divisas en los intercambios internacionales. No cabe duda de que una organización de tales relaciones es necesaria. Y necesariamente interestatal.

Supranacionalidad, negociación, hegemonía...

Una organización monetaria internacional es eficaz solamente si maneja correctamente el ajuste de las balanzas de pagos y la liquidez internacional. Como ya se ha demostrado, estos dos problemas están íntimamente ligados. La incertidumbre en cuanto a la liquidez pone en marcha desórdenes financieros parásitos de los ajustes de las balanzas corrientes. El dilema entre ajuste y financiamiento, que reglas precisas no contienen, provoca fluctuaciones en la evolución de la liquidez internacional que siembran inquietud en el ánimo

de los operadores en cuanto al monto y a la composición de sus reservas.

Se trata de cuestiones puramente internacionales, puesto que es imposible para n estados-naciones adoptar n políticas independientes sin que el sistema monetario internacional se desestabilice. Sin embargo, el interés común de instaurar reglas coherentes se ve contaminado, incluso sumergido, por la rivalidad de las naciones para afirmar su poder monetario respecto de las reglas comunes. En este sentido, los gobiernos y las instituciones financieras residentes tienen intereses que coinciden ampliamente. Cada país busca ser afectado lo menos posible por los demás, conforme a reglas monetarias establecidas; cada país busca modificar a su favor su parte de la ganancia colectiva obtenida mediante reglas coherentes; para ello, se hace presión para que las reglas se transformen en un sentido que pueda ser incompatible con las metas de los asociados. La organización monetaria internacional debe tener entonces dos tipos de cualidades difíciles de conciliar: suficiente flexibilidad en el funcionamiento de la organización monetaria para adaptarse a evoluciones reales que cambian las posiciones relativas de los países en la división internacional del trabajo, credibilidad de las estructuras para sustraerlas de las rivalidades de los intereses nacionales y legitimar, de esta manera, la permanencia del orden monetario internacional.

La supranacionalidad es un ingrediente lógico dentro de un principio monetario internacional. Pero puede considerarse de varias maneras. Situada en el corazón del sistema, sería *la moneda de monedas*. Combinada con otras formas de organi-

zación, presenta el problema del grado en que debe recurrirse a ella. Es el caso del papel de instituciones supranacionales dentro de un sistema monetario fundado principalmente sobre la negociación entre las autoridades monetarias nacionales. Es también el caso del papel que desempeña el oro en un sistema fundado sobre la hegemonía de una divisa clave.

Keynes se había inclinado por la preponderancia de un principio supranacional, en sus proposiciones para un orden monetario conveniente después de la guerra. Había podido observar que la voluntad nacional se veía, con frecuencia, indebidamente presionada por intereses privados desencadenados o por presiones políticas venidas del exterior. No tenía confianza alguna en las virtudes de la hegemonía que, a su manera de ver, no era más que una formalización de los intereses dominantes. El pensamiento de Keynes es muy original y de gran importancia para los debates que se anuncian con respecto a la moneda internacional en los años venideros. Él no consideraba la institución de una moneda de monedas como el abandono irremediable de la soberanía. Al contrario, un grado adecuado de supranacionalidad monetaria le parecía indispensable para absorber, sin desorden, los desequilibrios de pagos debidos a las diferencias legítimas entre las preferencias nacionales. El gran mérito de la supranacionalidad monetaria es el de instaurar una forma incuestionable de liquidez internacional, al mismo tiempo que induce una simetría entre las naciones en cuanto a los ajustes en las balanzas de pagos. Las propuestas de Keynes han sido reunidas en su plan para una institución supranacional de *clea-*

ring. Este plan es la cima del pensamiento keynesiano porque reúne el conocimiento agudo de los fenómenos monetarios en el *Tratado de la moneda* y la aportación decisiva de la teoría general para el control de las relaciones macroeconómicas. Se encuentran señales de ese plan en las conferencias internacionales que precedieron a la creación de los DEG y en los trabajos abordados del Comité de los Veinte [51].

El corazón de la nueva organización sería una institución monetaria supranacional, que emitiría una moneda como único activo de reserva conservado por las autoridades monetarias nacionales. Este activo de reserva, unánimemente aceptable, suprime la competencia de las divisas para la liquidez suprema y permite a los países conservar sus propias reservas que no sean contrapartidas de ningún compromiso con otros países. La moneda supranacional se podría crear en dos etapas diferentes. En un periodo de lanzamiento de las funciones de la institución central, la moneda supranacional sustituiría progresivamente las reservas en divisas de los bancos centrales. Debería pues probar su cualidad superior para obtener la adhesión de las autoridades monetarias nacionales. No sería sino al final de esta etapa que se entraría realmente en un nuevo régimen monetario internacional en el que la institución supranacional sería pantalla entre los países acreedores y los países deudores, y en el que la emisión de la moneda definitiva tendría como contrapartida el reconocimiento de los saldos deficitarios de los bancos centrales con respecto a los demás. Esta organización asociaría estrechamente la administración de la liquidez y del ajuste mediante una media-

ción que daría a los desequilibrios de las balanzas de pagos una expresión comunitaria.

Por las condiciones de su emisión, la moneda supranacional respetaría el estatuto teórico definido anteriormente. Se trata de una moneda puramente fiduciaria, un simple vínculo social, en forma de regla admitida por los estados. No ha sido convertible en ningún aspecto puesto que es la forma superior del reglamento entre autoridades monetarias postulada como indefinidamente aceptable. Son las divisas las que se pueden convertir en esta moneda definitiva según modalidades formalmente similares a las que se llevan a cabo para integrar a las monedas bancarias y la moneda central dentro de un sistema nacional. Se deducen pues dos consecuencias que dan una idea del trastorno que ese nuevo régimen monetario provocaría con respecto a las actuales prácticas.

Para empezar, desaparecería definitivamente el mito de que la moneda debe tener un valor intrínseco. Contrariamente a las divisas, la moneda supranacional no es la deuda de un país insertado en los intercambios internacionales. Es su forma de emisión la que la hace unánimemente aceptable. En su calidad de activo detenido, esta moneda constituye una reserva neta para el mundo en general. De esto se deriva que el monto global de las reservas oficiales debe determinarse estrictamente en relación con la oferta, contrariamente a la economía de endeudamiento internacional en la que se determina por medio de la demanda. Es un terreno delicado en el que deben conciliarse los puntos de vista de las autoridades monetarias que dirigen colectivamente la institución central.

Sin embargo, el monto de moneda supranacional no es arbitrario, dentro de este sistema; está estrechamente ligado a las presiones del ajuste. Esto implica que la forma del reglamento entre bancos centrales sea la de ceder o adquirir este activo de reserva definitiva en lugar de comprar o vender divisas en los mercados de cambios. Esta modalidad del reglamento permite tratar simétricamente dentro de los ajustes a los países excedentarios y a los países deficitarios. Los países excedentarios, se ven implicados en un compromiso entre el aumento global de la liquidez internacional y su propia contribución para reducir los saldos a financiar, aceptando un nivel más elevado de empleo, puesto que la liquidez internacional puede crearse en contra de los déficit de los demás países.

Instaurar una moneda de monedas demanda transformaciones considerables que anulan toda ilusión frente a los formidables obstáculos que se presentan a la ya escasa voluntad de avanzar en esta dirección. Un buen ejemplo son los debates del Comité de los Veinte a principios de los años setenta. Es evidente que la organización monetaria sugerida iba en contra de los intereses norteamericanos y también los alemanes se veían muy reticentes. Pero no son solamente conflictos de intereses. Se presentan problemas teóricos en cuanto al significado de los indicadores que deben adoptarse para decidir quién debe iniciar el ajuste, cuándo y cómo. Sólo puede asegurarse compatibilidad entre ajuste y liquidez si el reglamento por transferencia de activos de reserva se acepta universalmente, si tales transferencias tienen incidencias monetarias simétricas sobre los países

que recurren a ellas y si, por consiguiente, pueden definirse las diferencias entre montos de reserva detenidos por los países y espacios óptimos para el equilibrio internacional. Pero, no está claro que un indicador de reservas pueda expresar eficazmente un desequilibrio fundamental de los pagos dentro de un sistema financiero caracterizado por el libre movimiento de los capitales privados. Además, a menos de que exista una centralización completa de las políticas monetarias, las tasas de cambio siguen siendo una forma de ajuste indispensable en caso de desequilibrio persistente de los pagos corrientes. No es fácil repartir las cargas del ajuste entre las transferencias de reservas y la modificación de las tasas de cambio.

Estos obstáculos son lo bastante disuasivos como para que la reanimación reciente del debate monetario adquiera un aspecto mucho más pragmático. Se habla de cooperación para formular las políticas, así como de vigilancia mutua, de concertación y de negociación periódicas. Pero se cae en el inconveniente opuesto. La falta de institucionalización de las acciones cooperativas responde al exceso de institucionalización que levanta obstáculos en este momento insuperables para la creación de una moneda supranacional. Es difícil sostener la negociación porque sólo es eficaz si desemboca en compromisos explícitos dentro del contenido de las políticas económicas de los principales países sin referirse a mediaciones externas. Frente a situaciones cambiantes que dan lugar a interpretaciones diversas de las responsabilidades de cada país, la negociación carece de reglas generales que legitimen sus recomendaciones, de una organización que las traduzca en medio de acción

compatibles dentro de las políticas nacionales y que se encargue de su ejecución.

La negociación tiene pues defectos en sus cualidades. En principio puede resolver situaciones que demandan formas de ajuste y algunos tipos de liquidez que no caben dentro de los moldes de la integración monetaria supranacional o de la jerarquía hegemónica de una divisa clave. Pero es vulnerable a las configuraciones estratégicas del tipo "dilema del prisionero", puesto que excluye en principio los compromisos apremiantes. Es necesario entonces reconocer las interdependencias y que las posiciones de los asociados frente a los conflictos sean suficientemente simétricas para que tengan interés en intercambiar concesiones mutuas. Es una especie de filo de la navaja: resolver *a priori* las incompatibilidades dentro de las políticas económicas sin la obligación de seguir las reglas predeterminadas que comprometen a seguir líneas de conducta precisas. La puesta en marcha de los compromisos depende de la disuasión, del intercambio de información, de consultas frecuentes, en resumen de todo lo que puede asegurar la solidez de acuerdos no comprometedores. Se busca de esta manera ganar coherencia reduciendo las posibles estrategias a conjuntos compatibles mutuamente, y eficacia acrecentando la previsibilidad de las reacciones de los demás y reduciendo los plazos necesarios para llegar a un equilibrio estratégico. Pero se corre el peligro de diluir la negociación en la indeterminación y la ambigüedad, ya que cada quien es un traidor en potencia y un garante del compromiso. Tomando en cuenta que una serie de negociaciones *ad hoc* corre el riesgo de caer en el compromiso de fachada o

de enredarse en los rincones de argucias estériles, existen sólidas razones teóricas para proponer una institucionalización del proceso de la negociación y de la puesta en marcha de sus conclusiones.

Aunque menos ambiciosa, la supranacionalidad tiene dentro de la negociación un estatuto homólogo al que tiene en la creación de una moneda de monedas. Se trata también de concebir instituciones reguladoras para preservar comportamientos descentralizados en una economía mundial en la que las interdependencias se han intensificado y diversificado. Debe codificarse la comunicación estratégica con fines cooperativos, a fin de evitar posibles amenazas o intoxicaciones [15].

La cooperación institucionalizada debe evitar las reglas rígidas para preservar la flexibilidad de una gestión cooperativa frente a la diversidad de coyunturas. Las decisiones discretas tienen privilegio. Pero debe dotar a una organización supranacional (el FMI, por ejemplo) de un modo de toma de decisión y de poder de ejecución tales que las acciones se lleven a cabo dentro del sistema monetario internacional, aun si los países que participan en la negociación fracasan en el intento de un acuerdo de compromiso. El fracaso del Comité de los Veinte en la primera mitad de los años setenta no fue tanto la impotencia para definir nuevas reglas monetarias automáticas, como una discordia entre las grandes potencias para proponer un proceso institucional progresivo.

Muchos expertos y responsables políticos dudan que pueda reanudarse esa gestión en nuestros días en el conjunto de los países occidentales. Quizá, dicen, tenga éxito en Europa, puesto que ha aumentado sensiblemente la percepción de las

interdependencias y de la simetría de las repercusiones mutuas. Pero Estados Unidos, Japón, los países europeos se encuentran en posiciones muy asimétricas con respecto a los desequilibrios de pagos internacionales, tienen problemas internos muy heterogéneos y poderes monetarios y financieros incommensurables. El *leadership* de una divisa clave, emitida por una potencia económica dominante, es el único capaz de inducir comportamientos estables.

La hegemonía responde quizá, en su principio, a las preocupaciones teóricas enunciadas antes. La divisa clave es aceptada universalmente como medio de regulación y de reserva. La jerarquía entre el centro de reserva y los países secundarios resuelve el problema del grado de libertad colectivo entre n países. Los países secundarios determinan sus políticas de manera que la regla de cambio sea respetada tomando en cuenta las elecciones de los demás. El *leader* determina el monto de las reservas internacionales expresadas en divisas clave a partir de su propia política monetaria sin importar las tasas de cambio.

A pesar de esto, la hegemonía, por una parte, y la cooperación fundada en la negociación, por otra, son principios monetarios muy diferentes. El primero está *monistado*, mientras la divisa clave no tiene rivales. Los países secundarios se comportan como si estuvieran sometidos a reglas automáticas, aunque la intensidad de las presiones dependa enteramente de la política del país hegemónico. El segundo es *pluralista*. Se conquista la unidad de la moneda internacional sobre la diversidad de los intereses en la formación de los compromisos negociados. Esto implica la inclusión

en la elaboración de los compromisos de un procedimiento que permita compensar a los perdedores que consideren ventajoso retirarse de la negociación.

Ahora el debate se centra en saber si los procedimientos en curso dentro del sistema monetario internacional significan una transición entre dos hegemonías monetarias, una restauración del dólar, o conducen a una rivalidad entre las divisas que hace pensar seriamente en la necesidad de innovar en el sentido de una cooperación institucionalizada. Para profundizar correctamente este debate, es conveniente conocer mejor el funcionamiento de las divisas clave que han regido las relaciones monetarias internacionales desde hace más de un siglo. Debe comprenderse también la razón de su debilitamiento, incluso de su degeneración. Al término de esta investigación, podremos proponer conclusiones provisionales al debate monetario, e intentar prolongar la argumentación teórica sobre la moneda internacional mediante sugerencias más precisas sobre la cooperación institucionalizada.