

## EL DÓLAR, EL YEN Y LAS MONEDAS EUROPEAS

Michel Camdessus

Vivimos en una época de grandes transformaciones en el orbe económico y financiero. Desde luego, durante las últimas décadas, el espectacular progreso económico de Japón, junto con el continuado proceso de integración y crecimiento en Europa, han producido algo como una constelación tripolar de monedas. Si bien el dólar sigue teniendo un papel predominante, cada día es mayor la proporción de transacciones internacionales que se realizan en yenes y en monedas europeas. De esto se desprende que Estados Unidos, Japón y Europa comparten ahora, más que en el pasado, la responsabilidad de promover la estabilidad cambiaria, situación que, por cierto, sabemos no será eterna, vistos los progresos impresionantes de varios países emergentes.

Al mismo tiempo, sin embargo, la globalización de los mercados financieros —resultado de los recientes avances tecnológicos, la liberalización de los mercados financieros y la eliminación de controles sobre los movimientos de capital— ha incrementado, en proporciones que desafían la imaginación, la capacidad y agilidad de los mercados financieros privados. Según un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales, el volumen diario de transacciones en estos mercados es superior a 1,2 billones de dólares.

En lo que sigue, trataremos, en primer lugar, del papel desempeñado por el dólar, el yen y las monedas europeas en la economía mundial, así como el régimen cambiario que rige para estas monedas. En segundo lugar, examinaremos la dudosa eficacia del sistema actual en lo que respecta a la estabilidad cambiaria. Finalmente, exploraremos lo que pueden hacer los gobiernos y el Fondo Monetario Internacional frente a los poderosos mercados para promover una mayor estabilidad cambiaria.

Comencemos por examinar brevemente las respectivas funciones del dólar, el yen y las monedas europeas. Aunque comparten ciertas características, estas monedas desempeñan papeles bien diferentes en el sistema monetario internacional.

El dólar sigue siendo la más internacional de todas las monedas. En primer lugar, es la moneda en

que se mantienen la mayor parte de las reservas oficiales de otros países. Durante la década 1985-1994, en promedio, un 54 por 100 de las reservas internacionales oficiales estaban denominadas en dólares, en comparación con un 15 por 100 en marcos alemanes, un 8 por 100 en yenes, un 3 por 100 en libras esterlinas y un 2 por 100 en francos franceses (1). El dólar es también la moneda en que se lleva a cabo la mayoría de las transacciones en divisas. Según el estudio del Banco de Pagos Internacionales que acabamos de citar, la proporción de transacciones en las que interviene el dólar es del 83 por 100, mientras que las proporciones correspondientes al marco y al yen son, respectivamente, del 37 por 100 y 24 por 100 (2). Asimismo, la mayoría de las transacciones comerciales se efectúan en dólares. Por ejemplo, cerca de la mitad de las exportaciones de los países industriales están denominadas en dólares, contra alrededor de una cuarta parte en marcos y sólo una décima parte, o aún menos, en libras esterlinas, francos franceses o yenes (3).

Si bien el yen tiene, hasta cierto punto, un papel internacional, es básicamente una moneda nacional. Como lo indican los datos que mencionamos, el papel que desempeña el yen no guarda proporción con el tamaño relativo a la economía japonesa ni corresponde a la posición que ha adquirido Japón como principal país acreedor del mundo. Esta observación se basa además en el uso relativamente poco frecuente del yen como moneda de facturación en el comercio de Japón. Mientras casi todas las exportaciones de Estados Unidos se denominan en dólares, más del 80 por 100 de las de Alemania en marcos alemanes y más de la mitad de las de Francia y del Reino Unido en la moneda de estos países, sólo un tercio de las exportaciones japonesas se denominan en yenes. Ni siquiera en el ámbito regional hay un uso amplio del yen; sólo el 40 por 100 de las exportaciones de Japón a otros países de Asia y el Pacífico, y el 20 por 100 de sus importaciones, se denominan en yenes (4). Por otra parte, el yen forma parte de la cesta de monedas que se utiliza para la valoración del DEG junto con el dólar, el marco, el franco francés y la libra esterlina.

La mayoría de las monedas europeas son también, principalmente, monedas nacionales, pero algunas de ellas tienen importancia regional, y el papel del marco, en alguna medida, trasciende la región. Debido al lugar que ocupa Alemania como la mayor economía europea y a su trayectoria como país de baja inflación, el marco ha surgido como la moneda europea más importante y la pieza maestra del mecanismo de ajuste de cambios (MAC) del Sistema Monetario Europeo (SME). Cabe señalar que en algunos mercados cambiarios europeos, incluidos Francia y España, el volumen de transacciones en marcos es ahora mayor que el volumen de transacciones en dólares, un hecho que parece reflejar la importancia creciente del marco en una Europa cada vez más integrada (5). Por lo demás, el marco también se usa ampliamente en Europa central y oriental.

Cabe señalar también que si bien las monedas de 23 países están vinculadas al dólar y unos 25 países tienen sus monedas vinculadas en el marco del SME (incluidas las monedas de 14 países africanos a través de su vínculo con el franco francés), ningún país ha vinculado su moneda al yen. Así pues, si bien existe, en este sentido, una «zona dólar» y una zona monetaria centrada en el SME, no se ha desarrollado hasta ahora una «zona yen».

También vale la pena considerar algunas consecuencias del régimen cambiario de estos países. Desde que dejó de existir el sistema de paridades fijas de Bretton Woods en 1973, el valor de cambio del dólar, el yen y el marco ha sido determinado bajo un régimen de flotación dirigida. Es decir, si bien no ha habido una relación fija entre estas tres monedas, ninguno de los países emisores ha sido totalmente indiferente al tipo de cambio bilateral de sus monedas frente a las otras dos. Por tanto, aunque las autoridades encargadas de la política económica de estos países han dado prioridad generalmente a objetivos de política económica interna, en ocasiones han recurrido a la intervención en el mercado de cambios o a ajustes de política para influir sobre los tipos de cambio de sus monedas.

Esta situación contrasta notablemente con el mecanismo de ajuste de cambios del SME. Al ponerse en práctica en 1979, el MAC fue concebido como un instrumento para reducir la volatilidad entre las monedas europeas. A comienzos de los años ochenta, la atención se desplazó hacia el control de la inflación y la convergencia macroeconómica, comprometiéndose los países miembros a mantener los tipos de cambio dentro de ciertos límites, como «ancla nominal». Recientemente, el MAC se ha convertido en un elemento esencial del proceso hacia la unión monetaria europea (UME).

\* \* \*

Pese a las diferencias en cuanto al papel que desempeñan las monedas de Estados Unidos, Ja-

pón y los países europeos en el mercado internacional y en cuanto a su régimen cambiario, todos estos países tienen un interés especial en el buen funcionamiento del sistema monetario internacional y a su vez comparten la responsabilidad de garantizarlo. Este no es un objetivo en sí, sino un medio de promover el comercio internacional, así como los flujos de capital, con el fin de lograr elevadas tasas de crecimiento de la economía mundial.

¿Qué resultados han dado los regímenes actuales, de los cuales se dice tan fácilmente que no constituyen ni un sistema? En general, el sistema en vigor desde 1973 ha demostrado, al menos, ser razonablemente flexible. El sistema pudo manejar las crisis del petróleo de 1973 y 1979 sin que se produjeran presiones excesivas en los mercados de cambios, y además respondió bien ante las diferencias de condiciones cíclicas entre los países en los años ochenta y noventa. También cabe decir que se ha adaptado con relativa facilidad a los cambios en la economía mundial, especialmente a la expansión de los mercados financieros y a la creciente importancia de Japón y Europa en estos mercados. El SME, por su lado, al reforzar la disciplina monetaria y fiscal en los países miembros, ha contribuido a reducir los diferenciales de tasas de inflación y de tipos de interés, creando de este modo una zona de relativa estabilidad en Europa, lo cual ha facilitado el desarrollo del comercio intraeuropeo.

Sin embargo, ni la flotación dirigida, practicada por los países del Grupo de los Siete, ni el MAC han funcionado tan bien como muchos —y nosotros entre ellos— hubieran querido.

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods ha aumentado notablemente la inestabilidad de los tipos de cambio nominales, es decir, su variabilidad a corto plazo, de un día a otro o de mes a mes. En los últimos veinte años, los tipos de cambio del dólar, del yen y del marco han sido mucho más volátiles que antes de 1973, y también más que los índices de precios al consumidor u otros índices de la marcha de las economías que, en principio, deberían reflejarse en los tipos de cambio. Naturalmente, en un régimen de tipos de cambio flotantes, un cierto grado de variabilidad constituye un fenómeno natural, y refleja el flujo deseable de información entre los agentes que actúan en el mercado. Por lo demás, hay consenso en que los efectos negativos de inestabilidad cambiaria sobre el comercio y la inversión son, de hecho, relativamente limitados. No obstante, es posible que las empresas participantes en el comercio internacional no compartan esta opinión, puesto que la inestabilidad cambiaria incrementa la incertidumbre y las primas del seguro contra el riesgo cambiario elevan los costes de las empresas. En realidad, como mencionamos antes, uno de los objetivos por los que se creó el MAC fue reducir la variabilidad en los tipos de cambio. Y, de hecho, parece evidente que esto se ha logrado (6).

En todo caso, es preciso reconocer que son motivo de mayor preocupación los desajustes que, por períodos relativamente largos, pueden alejar sustancialmente los tipos de cambio de los niveles que encontrarían justificación en las fuerzas económicas fundamentales, o que reflejan una política económica inadecuada o insostenible. Si bien resulta difícil definir con precisión cuáles son los «tipos de cambio de equilibrio», en general es posible observar la existencia de desajustes sustanciales: ejemplo de ello es, a mediados de los ochenta, la sobrevaloración del dólar; similares desajustes entre las principales monedas pueden acarrear graves daños a través de una asignación de recursos ineficiente, un agravamiento de los problemas de ajuste, y un incremento de las presiones proteccionistas y de las fricciones comerciales. A veces, también se han producido desajustes perniciosos dentro del SME, lo que ha dado origen a turbulencias en los mercados cambiarios y ha socavado la credibilidad de las paridades establecidas.

Dados estos problemas, ¿cómo pueden los países promover la estabilidad cambiaria con mayor eficacia? La experiencia nos brinda algunas enseñanzas importantes.

Consideremos, por ejemplo, las crisis del SME de 1992 y 1993, en las que la libra esterlina y la lira se retiraron del MAC, la peseta española y el escudo portugués fueron devaluados, y las bandas de fluctuación de los tipos de cambio en el marco del MAC se ampliaron considerablemente. En primer lugar, estos hechos demostraron la fuerza que pueden tener las transacciones privadas en los mercados cambiarios; los recursos movilizados por el sector privado, en general, fueron muy superiores a los que las autoridades monetarias nacionales pudieron reunir para defender las paridades.

En segundo lugar, aunque este punto es quizá mucho más importante, estos hechos indican lo peligroso que puede ser concentrarse excesivamente sobre el régimen cambiario y no dar suficiente importancia a las políticas económicas subyacentes. En realidad, las presiones cambiarias que surgieron dentro del MAC durante ese período reflejaron principalmente la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en Europa, tales como la adopción, por parte de Alemania, de una política monetaria restrictiva, junto con una política fiscal expansionista, durante la reunificación; la dificultad del Reino Unido, en medio de una prolongada recesión, en seguir la línea de política monetaria fijada por Alemania, y las dudas con respecto a la paridad central de la lira y el futuro de esta moneda en el SME, dada la pérdida de competitividad que sufrió Italia durante los años anteriores y el fuerte déficit presupuestario de este país. Al mismo tiempo, las tasas de inflación relativamente altas de España y Portugal daban lugar a dudas sobre la viabilidad de las paridades de sus monedas en el MAC. Los eventos de 1992-1993 demostraron claramente que los mercados no se

dejan hechizar eternamente por la magia de un sistema o la autoconfianza, a veces infundada, de los dirigentes.

Estas enseñanzas sobre la importancia de las condiciones fundamentales de la economía y el poder de los mercados se aplican también a los esfuerzos episódicos de los principales países industriales por influir sobre los tipos de cambio entre el dólar, el yen y el marco. Por ejemplo, el éxito de los países del Grupo de los Cinco en el «aterrizaje suave» del dólar en septiembre de 1985 no debe atribuirse simplemente a la eficacia de la declaración oficial del Hotel Plaza —y aquí habla un ex combatiente de aquellas lides— ni a la intervención coordinada que siguió a dicha declaración, si bien ambos hechos suministraron indicaciones muy útiles al mercado en ese momento. En realidad, el Grupo de los Cinco tuvo éxito porque una depreciación del dólar era compatible con las condiciones fundamentales de los cinco países y con su política económica. Sólo este contexto hizo exitosas las declaraciones oficiales del Grupo de los Cinco y la intervención coordinada de los bancos centrales.

Otro ejemplo: el que los principales países no hayan mantenido las «bandas de referencia» que se habían establecido para el dólar, el yen y el marco en la reunión del Louvre en febrero de 1987 se debió a que estos países dieron excesiva importancia a las declaraciones oficiales, sin prestar suficiente atención a las medidas de política necesarias para mantener las «bandas». De hecho, con el paso del tiempo, los tres países principales del Grupo se preocuparon cada vez más de sus propios problemas internos. Estados Unidos, de la recuperación tras la recesión de 1989-1991; Japón, del manejo de su crisis financiera, y Alemania, de la reunificación. Si bien todas estas cuestiones merecían la atención de las autoridades económicas, se puede lamentar que hayan hecho caducar unos arreglos que, de haberse mantenido, habrían permitido una mejor combinación de sus políticas.

\* \* \*

A la luz de estas experiencias, ¿qué deberían hacer los gobiernos no sólo para prevenir los desajustes de los tipos de cambio, sino también para promover la estabilidad cambiaria en general en este nuevo entorno de la mundialización?

Ante todo, los desequilibrios macroeconómicos deben ser corregidos tan pronto como sea posible a fin de reducir el riesgo de que se produzcan mayores perturbaciones en los mercados. Si se permite que los desequilibrios persistan, se ve afectada la credibilidad, y entonces es probable que, para corregirlos, se requieran medidas más radicales a fin de demostrar la determinación del gobierno. A veces, puede ser útil recurrir a un cierto grado de intervención en el mercado, pero sólo como una medida temporal que indique a los mercados que

deberían prestar mayor atención a las condiciones fundamentales de la economía; y sin modificar la política económica puede ser difícil convencer a los mercados cambiarios de que los tipos de cambio son consonantes con los factores fundamentales en el largo plazo.

Más importante aún es que los países reconozcan sus responsabilidades internacionales y actúen en consecuencia. Si bien el dólar, el yen y las monedas europeas desempeñan papeles diferentes en el sistema monetario internacional, su preeminencia en la economía mundial comporta una gran responsabilidad para Estados Unidos, Japón y los países europeos. En particular, estos países deben reconocer que la evolución de sus monedas no es irrelevante para el resto del mundo. En realidad, las fluctuaciones del dólar, el yen y las monedas europeas, al igual que la modificación de otras variables macroeconómicas, tales como los tipos de interés y el crecimiento del PIB, tienen importantes repercusiones para la economía mundial.

Dado que la economía de Estados Unidos es la de mayor magnitud, y su moneda la más importante, este país tiene una responsabilidad especial, que incluye una combinación de política monetaria y fiscal encaminada a promover la estabilidad de precios, estimulando al mismo tiempo el ahorro interno, así como la cooperación con otros países para alcanzar una mayor estabilidad cambiaria. Sin embargo, estas responsabilidades de ningún modo se limitan a Estados Unidos; a Japón y a Alemania, así como a los demás países europeos, también les incumbe un papel importante. Específicamente, todos ellos deben reconocer que, al esforzarse por lograr condiciones económicas sanas en sus países, pueden contribuir enormemente a mejorar la marcha de la economía mundial y, por tanto, a crear un grado mayor de estabilidad en los mercados cambiarios. En este sentido, los países europeos deben reconocer que sus esfuerzos por fortalecer su política económica y fomentar la estabilidad de los tipos de cambio de sus monedas no sólo mejorarán las perspectivas de crecimiento económico en Europa, sino que beneficiarán a toda la economía mundial.

Afortunadamente, se ha avanzado mucho hacia una razonable estabilidad de precios. En casi todos los países industriales, las tasas de inflación han convergido hacia los niveles más bajos de los últimos treinta años, y estos países parecen estar decididos a preservar este logro. En lo que respecta al saneamiento de las finanzas públicas, ha habido progresos, pero queda por hacer un importante esfuerzo adicional para reducir el déficit fiscal y el nivel de la deuda pública con respecto al PIB, especialmente teniendo en cuenta el envejecimiento de la población previsto en los países industriales. En la mayoría de los países, la atención deberá concentrarse en el recorte del gasto, una tarea que, sin duda, a nadie le gusta. A medida que los gobiernos agoten la posibilidad de efectuar recortes de gastos

corrientes, se verán forzados a introducir reformas de fondo en los principales programas de transferencias, incluidos los sistemas de pensiones y de asistencia médica, las subvenciones y los esquemas de indización. Y España no escapa de esta necesidad.

Al mismo tiempo, es preciso emprender otras reformas estructurales. En Japón son necesarias medidas adicionales para fortalecer el sistema bancario nacional y liberalizar la economía, exponiéndola a un grado mayor de competencia externa. En Europa se requieren reformas para atacar las rigideces de los mercados de trabajo y así reducir el paro estructural. Una reforma eficaz del mercado de trabajo que resolviera el problema del paro estructural contribuiría a reducir los desequilibrios fiscales y a dar mayor credibilidad a los planes de saneamiento de las finanzas públicas a largo plazo. De este modo, se originaría un «círculo virtuoso» en el cual la reforma del mercado de trabajo favorecería el saneamiento presupuestario y contribuiría así a una reducción de los tipos de interés. A su vez, un nivel más bajo de tipos de interés alentaría la inversión y el crecimiento económico, con lo que mejorarían las perspectivas de empleo. Esto es factible, y me parece la manera más segura de aliviar las tensiones que existen y que podrían resurgir en los mercados cambiarios europeos.

\* \* \*

¿Cómo contribuye el FMI a la estabilidad de los tipos de cambio y, por ende, al crecimiento sostenido de la economía mundial? Lo hace, básicamente, por medio de sus actividades de supervisión. La supervisión se basa en la convicción de que la aplicación de políticas económicas rigurosas y coherentes conducirá a un sistema cambiario estable y a una economía mundial más próspera. A este fin, el FMI celebra con cada uno de sus 180 países miembros consultas periódicas, minuciosas y francas, normalmente una vez al año, pero con mayor frecuencia si es necesario. Estas consultas, que abarcan toda la gama de cuestiones fiscales, monetarias, cambiarias y estructurales, permiten al FMI ofrecer a la totalidad de los países una evaluación franca de la política, situación y perspectivas económicas de cada uno de ellos.

Sin duda, los mercados financieros privados también realizan su propia labor de vigilancia; y, en realidad, la posibilidad de que el mercado imponga disciplina puede servir para fortalecer la determinación de las autoridades de mantener las políticas económicas rigurosas. Sin embargo, la disciplina que ejerce el mercado no siempre se aplica de manera ordenada y coherente. El FMI, a través de sus actividades de supervisión, puede sugerir a las autoridades la adopción de medidas de ajuste, oportunamente, antes de que los mercados cambiarios impongan dichos ajustes a un coste mucho mayor.

Además, siendo el principal foro para la cooperación monetaria internacional, el FMI trata de contribuir a soluciones cooperativas de los problemas cambiarios y de los desajustes macroeconómicos mundiales.

El mensaje que el FMI transmite en este momento a los países miembros en el curso de sus actividades de supervisión es claro: es necesario mantener una razonable estabilidad de precios, sanear las finanzas públicas e introducir reformas estructurales, y es urgente encarar estas difíciles tareas mientras la situación y las perspectivas de la economía mundial permanezcan favorables. Este mensaje se aplica no sólo a los países industriales, sobre los que nos hemos concentrado aquí, sino a la totalidad de los países miembros de la institución. Cabe observar que gracias al crecimiento económico alcanzado por unos 35 ó 40 países en desarrollo, mediante políticas inspiradas por el FMI o semejantes a ellas, pudo evitarse una recesión mundial en 1991-1992. Pero también es cierto que algunas de las conmociones más graves que ha sufrido el sistema monetario internacional recientemente —la crisis de México, por ejemplo— se han originado fuera del Grupo de los Siete.

En gran parte como reacción a la experiencia de México, el Fondo ha estado prestando especial atención a la forma en que la supervisión podría ser fortalecida de modo que los problemas que surjan puedan ser resueltos antes de que desemboquen en una crisis grave. Consecuentemente, estamos trabajando para que los países miembros suministren datos al FMI de forma más regular y oportuna; estamos intensificando nuestro diálogo con las autoridades nacionales, y estamos prestando mayor atención a la solidez de los sistemas bancarios internos, a los flujos financieros y su viabilidad, a los países en los que los riesgos son mayores y a aquellos donde las tensiones que se puedan producir en sus mercados financieros puedan tener repercusiones más allá de sus fronteras. Al mismo tiempo, estamos elaborando normas que sirvan de orientación a los países miembros en la publicación de datos económicos y financieros, de modo que los mercados estén mejor informados y menos expuestos a sorpresas.

\* \* \*

Volviendo a las recientes medidas de política cambiaria adoptadas en los países industriales, deben agregarse las siguientes observaciones:

En primer lugar, resultan alentadoras las medidas adoptadas por los principales países en agosto de 1995, conforme a regulación del Fondo, a fin de consolidar la modesta recuperación del dólar con respecto a su anterior bajo nivel frente al yen, y es importante que perseveren en este esfuerzo. Si bien es difícil decir exactamente cuál sería la estructura de tipos de cambio más adecuada, es evidente que

cuando el yen alcanzó un valor de alrededor de 80 yenes por dólar, más allá de toda relación compatible con las condiciones económicas fundamentales, el mercado se equivocó.

En este momento, los tipos de cambio de las principales monedas parecen estar, *grosso modo*, dentro de límites aceptables. No obstante, nos atreveríamos a decir que el dólar de Estados Unidos parece seguir estando demasiado bajo frente al marco y las monedas europeas estrechamente vinculadas a éste, y algo bajo aún frente al yen. Ciertamente, desde una perspectiva macroeconómica más amplia, parecería apropiado que el dólar fuera más fuerte, y el marco y el yen ligeramente más débiles, teniendo en cuenta que la economía de Estados Unidos ha alcanzado un nivel de actividad cercano al potencial, que en Alemania ha habido una desaceleración de la actividad, que un marco demasiado fuerte podría obstaculizar el crecimiento de sus exportaciones y que la recuperación de la economía japonesa sigue rezagada.

Por todas estas razones, parece muy oportuna la declaración formulada por los ministros y gobernadores del Grupo de los Siete en Washington, en octubre de 1995, en la cual expresaron su satisfacción ante la corrección ordenada de los movimientos de las principales monedas que ya había ocurrido; señalaron que sería deseable que esta tendencia continuara, en consonancia con las condiciones económicas fundamentales, y reiteraron su determinación de reducir los desequilibrios y cooperar estrechamente en los mercados cambiarios. Consecuentemente, el Grupo de los Siete debería, como mínimo, oponer resistencia a una depreciación significativa del dólar en relación a sus niveles actuales.

Sin embargo, para que este empeño se materialice, el compromiso debe ser creíble. En primer lugar, los países del Grupo de los Siete deben tener en cuenta cuáles son los requisitos fundamentales para que el dólar se fortalezca y el yen adquiera un valor más realista en el mediano y largo plazo, y deben hacer esfuerzos para que se den estos requisitos.

En segundo lugar, en lo que respecta a los países europeos, sus esfuerzos por lograr la unión monetaria deben ser mantenidos y, en algunos casos, intensificados. La unión es factible. Para ello, el saneamiento fiscal debe ir más allá de lo que exigen los criterios fijados en Maastricht. Ante todo, los países europeos deben tener presente que sus esfuerzos de ajuste son esenciales no sólo para alcanzar las metas de Maastricht, sino también para que Europa pueda desempeñar su papel como fuerza dinámica en el mercado.

Finalmente, en lo que respecta al FMI, debemos perseverar en nuestros esfuerzos por mantener un diálogo franco con el Grupo de los Siete que permita cuestionar oportunamente las políticas de estos países cuando no sean compatibles con la esta-

bilidad internacional, con el fin de que corrijan a tiempo, en un marco de cooperación, los desajustes que puedan surgir. También debemos perseverar en nuestros esfuerzos por alentar a los países del Grupo de los Siete a que coordinen eficazmente su política económica de manera continua, y no sólo cuando las presiones cambiarias resulten insostenibles, de modo que puedan prevenirse los desajustes en ciernes.

\* \* \*

En conclusión, quisiéramos subrayar que si los países desean lograr una mayor estabilidad cambiaria —y es evidente que ésta es del interés de todos— deben trabajar arduamente para conseguirla. Además de aplicar una política económica interna firme, los países se deben esforzar por lograr una coordinación multilateral más eficaz. ¿Qué significa esto? Significa que los países deben desplegar mayores esfuerzos para comprender las políticas económicas de los demás y que deben prestar mayor atención a la opinión de éstos sobre su propia política. Significa también que tienen que adoptar un punto de vista más ilustrado sobre sus propios intereses nacionales, reconociendo que su propio interés requiere tomar en cuenta los intere-

ses de los demás. Finalmente, significa que deben tener la capacidad de liderazgo para poner en práctica estos principios. Esta es, sin duda, una tarea ardua, pero indispensable en una economía mundial cada vez más integrada, y que requiere de una visión mucho más amplia y mucho más exigente del deber de cooperación.

#### NOTAS

(1) *Informe anual*, 1995, FMI.

(2) «Comunicado de prensa», 24 de octubre de 1995, Banco de Pagos Internacionales. Cabe observar que, dado que en cada transacción intervienen dos monedas, la suma total de las transacciones en todas las monedas asciende al 200 por 100.

(3) GOLDSTEIN *et alii*, *Policy issues in the evolving Monetary System*, FMI, junio de 1992.

(4) *Ibidem*.

(5) *Global bank biweekly*, 28 de septiembre de 1995, Solomon Brothers.

(6) Durante los años ochenta, por ejemplo, cuando el franco francés era miembro del MAC pero la libra esterlina aún no se había integrado, la variabilidad del tipo de cambio, en relación con el marco, fue mucho menor en el caso del franco que en el de la libra.