

EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y EL YEN JAPONÉS EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL (*)

Scott E. Pardee

Los manuales de economía nos dicen que el dinero tiene tres funciones esenciales: las de medida de valor, medio de cambio y depósito de valor. La función de medida de valor es importante porque necesitamos un instrumento de medición para comparar los valores de distintos productos. La función de medio de cambio es importante porque las transacciones comerciales y financieras tienen siempre dos caras: algo se compra y se vende a cambio de dinero. El depósito de valor es importante por la dimensión temporal, ya que la inflación acrecienta el valor nominal de los bienes, los servicios y los activos, pero no sus valores reales, lo que origina distorsiones que complican las decisiones de los poderes públicos.

Ha habido varias formas monetarias que satisfacían esos criterios a escala internacional. Es cierto que el oro fue un patrón monetario desde el siglo XIX hasta bien entrado el siglo XX y aún se atesora en las reservas internacionales de los bancos centrales. Pero su papel se ha reducido, ya no es un patrón práctico. Tiene su oferta y su demanda de mercado propias, y un precio que fluctúa considerablemente en respuesta a los nuevos descubrimientos, las técnicas de extracción, las necesidades industriales, los gustos de la industria joyera y las actividades especulativas en todo el mundo. El oro no es medio de cambio, salvo en transacciones muy especiales. Es depósito de valor para muchos inversores de todo el mundo, pero en ese aspecto compiten con él muchos otros tipos de activos, incluidos otros metales, así como depósitos bancarios y valores de renta fija y variable.

Incluso cuando el mundo se regía formalmente por el patrón oro, la moneda de Gran Bretaña, la libra esterlina, funcionó de hecho como moneda internacional desde los inicios del siglo XIX hasta después de la segunda guerra mundial. Fue la época de la hegemonía política y económica de Gran Bretaña como potencia imperial extendida por todo el planeta y, más tarde, del Reino Unido como cabeza de una comunidad de naciones dotadas de leyes y tradiciones bancarias uniformes. Londres fue entonces el centro de banca y finanzas más importante del mundo. Ahora, el Reino Unido es una nación

como cualquier otra de Europa, y la libra ha visto reducido su papel al de moneda nacional; pero Londres sigue siendo el centro más importante de la banca y las finanzas internacionales, según se refleja en la encuesta más reciente de volúmenes de intercambio de divisas en varios centros financieros.

Tras la segunda guerra mundial, fue el dólar el que se impuso como principal moneda internacional. En virtud de los Acuerdos de Bretton Woods, el dólar era convertible en oro, y la cotización de otras monedas se expresaba en dólares y oro. Ese sistema funcionó bien durante casi un cuarto de siglo. Pero las economías de Europa Occidental y Japón se recuperaron y alcanzaron niveles de desarrollo que les permitían competir de manera más efectiva con Estados Unidos. Además, Estados Unidos asumió ingentes compromisos internacionales para contener los avances del comunismo soviético. Al mismo tiempo, la industria estadounidense no fue capaz de mantener su competitividad en bienes de consumo y de capital, y el gobierno no logró sujetar la inflación. Por otra parte, la demanda internacional de reservas monetarias alcanzó tales proporciones que los depósitos de oro de Estados Unidos llegaron a ser insuficientes como respaldo del dólar o del sistema monetario internacional. De ahí que el sistema de Bretton Woods sufriera graves tensiones en los últimos años sesenta y primeros setenta. Tras ser devaluado dos veces, en 1971 y 1973, el dólar quedó en flotación. Desde entonces, no ha habido una forma monetaria única, metal o moneda, que sirviera de medida estándar de valor en todo el mundo.

Hoy se suele hablar de tres bloques de monedas: el dólar estadounidense, las monedas europeas, centradas en el marco alemán, y el yen japonés. En este mismo volumen, otros expertos nos ilustran sobre los mecanismos monetarios europeos; yo voy a centrarme en el dólar y el yen, y sólo al final diré unas palabras sobre las monedas europeas.

Para Estados Unidos, el hecho de que su moneda fuera también el principal numerario del comercio y la inversión mundiales ha sido siempre un arma de doble filo. Para quienes nos movemos en

el ámbito financiero, ha sido muy importante. En los años cincuenta y sesenta, los bancos americanos extendieron sus actividades por todo el mundo y fueron bien acogidos porque en aquel momento también las compañías americanas expandían sus inversiones en el extranjero. El capital estadounidense fluía al exterior, pero la balanza comercial norteamericana pasó del superávit al déficit. A comienzos de los años sesenta, el déficit de la balanza de pagos era ya enorme. Para reducir las salidas de capital, el gobierno de Estados Unidos empezó a limitar la libertad de operación de los bancos y entidades de inversión del país en los mercados financieros mundiales. Los bancos protestaron contra esas medidas, pero sobre todo trasladaron sus bases de operaciones al exterior, a Londres en particular. A la vez, la banca extranjera acrecentaba su presencia en Estados Unidos, en parte para acceder al mercado de dinero estadounidense. Así, el dólar siguió creciendo como numerario internacional, aunque los bancos americanos perdieran entretanto algo de su ventaja competitiva.

En general, a los exportadores e importadores estadounidenses también les benefició que el dólar fuera la moneda de intercambio y reserva, siquiera por la comodidad de fijar precios y facturar en dólares, y financiar con ellos sus transacciones. Pero, a medida que crecía el déficit comercial, algunos fabricantes empezaron a quejarse de que el tipo de cambio les situaba en desventaja frente a sus competidores de Japón y de Europa Occidental. En varias ocasiones, el gobierno les dio la razón, y en 1971 y 1973, y nuevamente en los Acuerdos del Plaza en 1985, negoció reajustes de la paridad que reducían sustancialmente el valor del dólar frente a otras monedas importantes.

Cuando el presidente Clinton asumió el cargo en 1993, dirigentes de muchas compañías y sindicatos estadounidenses, y también economistas, pedían una apreciación del yen japonés para corregir el enorme desequilibrio comercial de Estados Unidos con Japón. En el mes de febrero de aquel año, el secretario del Tesoro, Bentsen, hizo unas declaraciones a la prensa que empujaron a los operadores en divisas a vender dólares y comprar yenes. Todos los responsables de la Administración Clinton niegan que en los comentarios de Bentsen hubiera una intención deliberada de elevar la cotización del yen, pero los mercados de divisas opinan de otro modo, pues no sería la primera vez que un secretario del Tesoro americano hace subir el yen o el marco por ese procedimiento. En todas esas ocasiones, el resultado fue siempre el mismo: ventas masivas de dólares que obligaron al Tesoro americano y la Reserva Federal a apuntalar la moneda interviniendo en el mercado, generalmente con la cooperación de los otros grandes bancos centrales.

El actual secretario del Tesoro, Robert Rubin, que cuando estaba en el sector privado supervisó las operaciones *forex* del banco de inversiones

Goldman Sachs, afirma sin rodeos que a los intereses nacionales les conviene un dólar fuerte. Pero otras autoridades del país no se muestran así de claras, y entra dentro de lo posible que futuros presidentes y secretarios del Tesoro vuelvan a utilizar el mismo expediente para debilitar el dólar, y con ello potenciar las exportaciones estadounidenses y, en general, proteger a las empresas nacionales frente a la competencia exterior.

Depreciar el dólar por la vía de las declaraciones no es una manera de actuar digna de quienes gestionan la principal moneda de comercio y reserva del mundo. El dólar es muy utilizado en todos los países para toda clase de operaciones. Es la principal moneda en los mercados de eurodinero y eurobonos. Hace años que en muchos países de América Latina se emplea como alternativa directa a la moneda local. En estos momentos, la población de Rusia se sirve de billetes de dólar en lugar de rublos para muchas transacciones cotidianas.

Por otra parte, los inversores extranjeros han colocado cientos de miles de millones de dólares en los mercados estadounidenses de valores, incluidos los de títulos del Tesoro. Actualmente, el déficit presupuestario de Estados Unidos sobrepasa los 160.000 millones de dólares, que viene a ser la mitad de lo que era hace unos años, y aún puede seguir reduciéndose, pero es demasiado con relación al ahorro nacional. Estados Unidos depende de que los inversores extranjeros sigan incrementando sus carteras de títulos del Tesoro. Al mismo tiempo, sostiene un déficit comercial que este año será del orden de 160.000 millones de dólares. Para compensar el exceso de dólares que afluye al mercado de divisas como resultado de su déficit comercial, más las continuas salidas de capital de inversión americano, Estados Unidos depende de que los inversores extranjeros compren sus valores de renta variable y fija, sus activos inmobiliarios y sus empresas. Los inversores extranjeros se han visto recompensados con ganancias sustanciosas en dólares a lo largo de los años, pero no siempre ha sido así, sobre todo para quienes partían de monedas fuertes como el marco y el yen.

A comienzos de 1995, el dólar sufrió fuertes presiones a la baja frente al marco y el yen, en circunstancias que pusieron de relieve la complejidad de su cometido como moneda internacional. En parte, la venta masiva de dólares se produjo por la situación de México. Como es sabido, el presidente Carlos Salinas de Gortari, durante su mandato de 1988 a 1994, tuvo cierto éxito en sus propósitos de modernizar e industrializar el país. Ante los inversores internacionales, México presentaba bastantes atractivos, y aparecía como modelo para otras economías emergentes.

En ese tiempo, México negoció un tratado encaminado a reducir sus barreras comerciales frente a Estados Unidos y Canadá, el llamado Acuerdo de

Libre Comercio de América del Norte (ALCAN). El ALCAN fue una buena idea para los tres países. En Estados Unidos se discutió acaloradamente, porque muchas empresas y sindicatos temían perder negocio y puestos de trabajo frente a México, donde los salarios son más bajos. Pero el presidente Clinton logró que el Congreso lo ratificara, argumentando que la expansión del comercio entre los dos países crearía más puestos de trabajo en Estados Unidos que los que en un primer momento pudieran perderse.

Sin embargo, en el transcurso de 1994, México sufrió una desdichada sucesión de perturbaciones políticas y económicas. El Banco de México tuvo que emplear gran parte de sus reservas de dólares en la defensa del peso. El 20 de diciembre, el nuevo presidente mexicano, Ernesto Zedillo Ponce de León, decidió devaluar la moneda. Esa medida sorprendió desprevenidos a muchos inversores internacionales, que no sólo liquidaron sus carteras de valores mexicanos y vendieron pesos, sino que además se retiraron de otros países con mercados emergentes.

El problema de México era un enorme déficit comercial que requería fuertes y continuas inyecciones de capital y la existencia de grandes cantidades de deuda pública en manos de inversores extranjeros que, en la nueva situación, querían venderla. El presidente Zedillo y su equipo impusieron medidas fiscales y monetarias draconianas a la vez que solicitaban un paquete sustancial de créditos para reponer las reservas de divisas y apuntalar el sistema financiero del país. Estados Unidos y otros países miembros del Fondo Monetario Internacional respondieron con créditos cuantiosos, en parte para ayudar a México a remontar la crisis inmediata, pero también para impedir que la crisis se extendiera a otros países. Esta vez el presidente Clinton no consiguió el apoyo del Congreso y optó por conceder los créditos con cargo a fondos consignados para situaciones financieras de emergencia.

Todo esto eran malas noticias para el dólar. También Estados Unidos es un país con un fuerte déficit comercial que hay que financiar mediante entradas de capital exterior y con una proporción muy alta de su deuda pública en manos de inversores extranjeros. Además, si Estados Unidos acudía al rescate de México, donde el dólar circula como segunda moneda, surgía la pregunta: ¿tendrá también que sacar a flote a otros países del área del dólar? Ante esas incertidumbres, los mercados de divisas empezaron a cambiar dólares por marcos y yenes. A la vez que estas monedas empezaban a apreciarse frente al dólar, corrió la voz de que los bancos centrales de Asia y América Latina estaban vendiendo dólares, uniéndose a la avalancha compradora de marcos y yenes. Esto se entendió como un trasvase de asignación de activos entre las monedas de reserva, y fue particularmente peligroso, porque las cantidades de dólares que mantienen los

bancos centrales son del orden de cientos de miles de millones.

México ha cumplido sus compromisos internacionales de endurecer sus políticas fiscal y monetaria y eliminar el déficit comercial. Ahora, la economía mexicana está profundamente deprimida y la confianza aún no se ha recuperado totalmente. Estoy seguro de que la situación mejorará de aquí a unos meses. Los problemas de México ya no repercuten en otros países, y el Grupo de los Siete ha colaborado con el FMI en el diseño de nuevos procedimientos de actuación para futuros casos de apuro financiero en un país que pudieran desencadenar crisis de mayores proporciones para las economías de mercado emergentes.

Además, en el mes de abril de 1995, los países del Grupo de los Siete acordaron una estrategia para conseguir lo que ellos denominaron una inversión ordenada de la depreciación excesiva del dólar. Desde entonces, la moneda americana se ha recuperado notablemente frente al marco y el yen gracias a un proceso de cancelación de posiciones especulativas, en parte inducido por intervenciones oportunas de los bancos centrales. En mi compañía, Yamaichi International (America), Inc., hemos visto comprar activos en dólares a bancos centrales asiáticos y latinoamericanos que están volviendo del yen al dólar.

Así pues, el dólar continúa siendo una moneda importante de comercio y reserva, pero Estados Unidos tiene que seguir reduciendo sus déficit presupuestario y comercial, y reducir aún más su dependencia de los inversores extranjeros para financiar ambos. De todos modos, en cualquier parte del mundo y en cualquier momento pueden producirse acontecimientos que desaten nuevas ventas masivas de la moneda americana. Los críticos de la cooperación internacional entre ministerios de finanzas y bancos centrales suelen afirmar que el Grupo de los Siete, y el propio FMI, son ineficaces. Yo no estoy de acuerdo. Es imprescindible mantener una comunicación constante y profunda entre las autoridades financieras del mundo para asegurar que las tensiones que inevitablemente surgen en los mercados financieros y de divisas no se traduzcan en una volatilidad innecesaria de las paridades.

En Japón, el posible papel del yen como moneda de reserva se discute desde hace muchos años. En la época de posguerra, se empezó fijando su cotización en 360 el dólar. En 1971 se produjo su primera revaluación, y desde entonces no ha dejado de apreciarse. En abril de 1995 se cambiaba a 80 el dólar; es decir, el dólar valía frente al yen la cuarta parte que hace veinticinco años. La paridad ha fluctuado mucho de año en año, pero hay una clara tendencia al alza. El yen se ha fortalecido también sustancialmente frente a las monedas europeas.

La razón principal de la fortaleza del yen ha sido la enérgica actividad comercial del Japón, un país que tiene una gran población sobre una extensión

pequeña de tierra útil, con unos recursos naturales modestos. Por ejemplo, tiene que importar prácticamente todo el petróleo y el gas que consume.

Desde la guerra, el Japón democrático ha podido acceder a los recursos del exterior gracias a una orientación exportadora. Las compañías japonesas compiten vigorosamente entre sí en el mercado nacional desarrollando y perfeccionando productos que a continuación se puedan vender fuera. Durante muchos años el mercado nacional estuvo muy protegido frente a la competencia exterior, y ello proporcionó a las empresas japonesas una base en la que podían sostener su rentabilidad mientras pugnaban por introducirse en determinados mercados extranjeros. De todos modos, si sus productos triunfaron en la competencia mundial fue porque eran de gran calidad.

En años más recientes, Japón ha ido abriendo paulatinamente sus mercados a la competencia extranjera, a menudo muy en contra de su voluntad, y ahora es un importador importante de muchos productos, desde alimentos hasta equipo de alta tecnología. Pero sigue teniendo un superávit comercial de casi un 3 por 100 del PIB, el mayor de los países industriales.

Una segunda razón del superávit comercial de Japón es la alta tasa de ahorro, que sigue siendo superior al 15 por 100 del PIB. Es una herencia de la guerra, cuando muchas familias vieron evaporarse lo que tenían ahorrado. La población está envejeciendo y la esperanza de vida de los japoneses es una de las más altas del mundo. Los japoneses ahorran sencillamente para la vejez. Hasta años recientes, su forma de vida era también sencilla, con casas pequeñas y dedicación al trabajo seis días a la semana. Ahora se están volviendo más consumistas, sobre todo porque viajan al extranjero y ven lo que compran los americanos y europeos. Y muchas veces descubren que productos hechos en Japón están más baratos fuera que en su país, lo cual es otra prueba de que hay que desregular más la economía japonesa.

Sea como fuere, el hecho es que una parte del ahorro de Japón se invierte en el exterior, a veces en cantidades enormes, y esas salidas de capital han servido, en general, para contrarrestar el altísimo superávit comercial. A finales de los ochenta, durante los años de la llamada economía burbuja, cuando en Japón se dispararon los precios de la propiedad inmobiliaria y de la Bolsa, la emigración de capital llegó incluso a ser mayor que el superávit comercial. Aun así, el yen se mantuvo fuerte, en parte porque los inversores extranjeros compraban títulos japoneses. Las burbujas de los precios inmobiliarios y bursátiles reventaron a comienzos de los noventa, dejando al país con un gran superávit comercial, pero menores salidas de capital, y sentando con ello las bases de la reciente fortaleza de la moneda.

También la política cambiaria del gobierno japonés ha evolucionado a lo largo del tiempo. Hasta los primeros años setenta, aunque aumentaba el superávit comercial y, en general, el de toda la balanza de pagos, el gobierno se resistió tenazmente a revaluar el yen por temor a que el país perdiera su ventaja competitiva en el comercio internacional. Pero, al apreciarse el yen, las autoridades empezaron a tomar conciencia de las ventajas de un círculo virtuoso: la fortaleza de la moneda acrecentaba la capacidad adquisitiva del público a la vez que mantenía sujeta la inflación, y la baja inflación mantenía fuerte la moneda.

En los últimos años ha habido cierta división de opiniones entre las autoridades financieras —que prefieren la estabilidad, pero ven con satisfacción que el yen se aprecie gradualmente— y las empresas manufactureras de Japón. Las empresas no protestan demasiado ante una apreciación gradual, en parte porque así se reduce el coste de las materias primas que importan. Pero se quejan amargamente cuando el yen se aprecia tan de prisa que pone en peligro su competitividad y su rentabilidad. Estoy seguro de que se llevaron un gran disgusto cuando el yen alcanzó los 80 el dólar en la pasada primavera. Están mucho más contentos ahora con el cambio en torno a 100; estarían todavía más contentos si estuviera en la banda de 105-110.

Conforme la moneda local se apreciaba, el Banco de Japón compraba masivamente la moneda americana, y ahora tiene una reserva de unos 180.000 millones de dólares, la mayor del mundo. De hecho, en la medida en que los inversores privados japoneses no han exportado voluntariamente cantidades suficientes de capital en los últimos años, el Banco de Japón ha equilibrado la balanza mediante sus compras de dólares para estabilizar el yen en el mercado de divisas, utilizando esos dólares para adquirir títulos del Tesoro estadounidense.

El alza rápida del yen en los dos últimos años ha creado varios problemas para Japón. Básicamente, ha prolongado la recesión causada por el colapso de las burbujas inmobiliaria y bursátil que se produjo en 1991-1992. La economía japonesa lleva casi cuatro años estancada y la previsión de crecimiento del PIB para el año próximo se sitúa en un 1 ó 2 por 100. Para seguir siendo competitivas, muchas grandes compañías japonesas han trasladado la producción a plantas situadas en el extranjero. De paso, han hecho inversiones cuantiosas en otros países de Asia, y también en Estados Unidos y Europa Occidental. Los países asiáticos miran todavía con recelo esa nueva relación con Japón, pero las compañías están creando puestos de trabajo y generando exportaciones desde ellos, y eso sienta muy bien. Para Japón es un proceso de vaciamiento, ya que lo que se exporta no son bienes, sino capital, fábricas y empleos. Estados Unidos pasó por la misma evolución en los años cincuenta y sesenta, la época en

que el dólar fue la moneda hegemónica en el comercio y las reservas.

Vemos, pues, que el yen ha ganado en estatura como moneda internacional; en gran medida, debido a la fuerza de Japón como exportador de bienes y capital, pero también por el alcance mundial de sus compañías y sus empresas financieras. En Asia, los bancos centrales han acumulado reservas adicionales en yenes o se han diversificado cambiando por yenes una parte de sus dólares.

Pero hay dos inconvenientes. Primero, que el sistema bancario japonés está atravesando un infierno. Los bancos que prestaron con largueza al sector inmobiliario se encuentran ahora con muchos incobrables; el gobierno japonés calcula que por valor de unos 400.000 millones de dólares, pero los analistas privados elevan esa cifra hasta 800.000 millones. El Banco de Japón ha bajado los tipos de interés al mínimo; la tasa oficial de descuento está en el 0,5 por 100, lo cual deja a la banca amplios márgenes de ganancia en sus operaciones corrientes. Pero no todos los bancos están ganando lo bastante para compensar la falta de liquidez resultante de los préstamos incobrables. Ya ha habido varias quiebras de entidades crediticias especializadas en el sector inmobiliario tras retiradas masivas de depósitos.

El Ministerio de Finanzas y el Banco de Japón han trabajado con ahínco para limitar el posible daño a otros bancos y a la credibilidad del conjunto del sistema bancario, pero la inquietud subsiste. Haría falta una inyección de fondos públicos para proveer de capital a los bancos que están pasando por mayores dificultades, como recientemente se hizo en Estados Unidos y otros países. Y la economía tiene que empezar a crecer. Las políticas fiscal y monetaria son estimulantes, y si el yen se mantiene en torno a su cotización actual de 100 el dólar, la economía crecerá en 1996. Entre tanto, los bancos japoneses están pagando con prima los dólares y otras monedas que les prestan los mercados de dinero internacionales. Financiar el yen es barato, pero no es fácil basar una moneda internacional en un sistema bancario que está pasando por tales aprietos.

El segundo inconveniente es que Tokyo no es el emplazamiento ideal para un centro monetario internacional. Algunos aspectos de la vida ciudadana son francamente agradables, y los japoneses, cuando se llega a conocerlos, son gente de fiar como clientes y como socios. Pero la mayoría de los bancos y sociedades de valores extranjeros se quejan de las muchas dificultades que encuentran para establecerse en la capital japonesa, hasta el punto de que la mayoría de los bancos extranjeros prefieren centrar sus actividades asiáticas en Hong Kong o Singapur. En Tokyo, antes o después, hay que aprender la lengua del país, que es tan difícil que los propios japoneses necesitan diez años de estu-

dio para dominarla. Por otra parte, la fortaleza del yen hace de Tokyo una de las ciudades más caras del mundo para vivir y trabajar.

Dicho esto, yo creo que el papel del yen japonés seguirá acrecentándose en los próximos años. Las compañías japonesas están resueltamente embarcadas en estrategias globales. Los bancos japoneses saldrán robustecidos de las dificultades que ahora atraviesan, como les sucedió a los bancos americanos a comienzos de la década. Las autoridades japonesas comprobarán las ventajas de abrir más sus mercados de bienes y servicios, incluidos los servicios financieros. Y el yen, aunque no se aprecie en los próximos veinticinco años tan deprisa como en los veinticinco años últimos, sin duda seguirá siendo una moneda muy fuerte.

Prometí decir algo sobre Europa. Las razones que abogan por una moneda única en Europa son ahora más fuertes que nunca. En el siglo XXI, varios países de gran población emergerán como potencias industriales de primer orden, al lado de Estados Unidos, Japón y, colectivamente, Europa. Entre ellos estarán China, Rusia y, posiblemente, la India. Tienen mano de obra barata y están dotándose de capacidad industrial basada en la tecnología moderna. Cuentan con poblaciones despiertas y muy emprendedoras, más dadas al trabajo duro que a la ociosidad. Además, son economías con monedas únicas que facilitan el comercio y las finanzas dentro y fuera de sus fronteras. Europa es un mercado de 340 millones de personas, pero sigue estando fragmentada en tantos pedazos, y opera con tantas monedas, que no le será fácil mantener su ventaja competitiva frente al desarrollo de otras naciones.

Esta lógica fría de la necesidad de llevar adelante la unificación choca con la dura realidad de las actuales políticas económicas y las prácticas de los mercados. Hasta ahora, ninguno de los estados miembros de la Unión Europea ha alcanzado la feliz combinación de crecimiento económico sólido, inflación moderada, desempleo escaso y déficit público bajo. En estos momentos sólo Alemania, Luxemburgo e Irlanda satisfacen los criterios clave de un déficit presupuestario inferior al 3 por 100 del PIB y una deuda pública del 60 por 100 del PIB.

Algunos otros países están cerca de cumplir esas condiciones, pero casi todos tendrían que adoptar políticas presupuestarias draconianas para lograrlo. Prácticamente todos los participantes reconocen en privado que habrá que retrasar la entrada en vigor de la unión monetaria europea y que los distintos países tendrán que incorporarse por etapas, pero los dirigentes políticos son reacios a negociar enmiendas sustantivas del Tratado, porque sería tanto como confesar su incapacidad de llevarlo a la práctica.

La prueba decisiva del Tratado de Maastricht está en manos de los operadores en los mercados de divisas y de los inversores en los mercados de capi-

tales. Tras la disolución efectiva de las bandas estrechas del mecanismo cambiario europeo en 1992-1993, los mercados no acaban de creerse que los países miembros sean capaces de mantener unas paridades fijas, y mucho menos de adoptar una moneda única. En 1995, todas las monedas han sufrido rachas de volatilidad en respuesta a cambios súbitos de las expectativas de los mercados. La amplitud de los márgenes de variabilidad actuales ha hecho desaparecer las apuestas unidireccionales que se daban bajo las bandas estrechas. Pero los mercados saben que cada vez que las monedas europeas se ven sometidas a fuertes presiones alcistas o bajistas los bancos centrales se encuentran ante opciones desagradables —si intervenir, cambiar los tipos de interés en el interior o buscar soluciones a más largo plazo para presiones que podrían ser momentáneas—, opciones que siempre ofrecen oportunidades de lucro a los operadores. Las inestabilidades entre las monedas europeas tienden a desestabilizar también otros mercados, como el del dólar e incluso el del yen.

El objetivo debe ser, pues, persuadir a los mercados de divisas de la conveniencia de apostar por la estabilidad de los cambios en Europa más que por una volatilidad persistente.

¿Qué deben hacer para eso las autoridades? No hay escapatoria: los países de la Unión Europea de-

ben apresurarse a cumplir los criterios básicos de política presupuestaria que establece el Tratado de Maastricht. Eso provocará debates encarnizados del presupuesto en muchos países, como ha sucedido en Estados Unidos. Antes o después, la Unión Europea tendrá que modificar el calendario de la unión económica para que la integración inicial abarque el mayor número de países posible. Yo señalaría el 2002 como nueva fecha para hacerla coincidir con el plazo estadounidense de eliminación total del déficit presupuestario. Estados Unidos tiene ya la proporción más baja de déficit a PIB entre los países industrializados. Si consiguen eliminarlo mientras Europa sigue entregada a la irresponsabilidad presupuestaria, el dólar será fortísimo.

Para concluir, resulta especialmente conveniente el debate público de los problemas que rodean el futuro monetario y financiero de Europa, ya que cuanto mejor comprendan los ciudadanos cuáles son los objetivos y las exigencias del Tratado de Maastricht, mayores serán sus posibilidades de éxito.

NOTA

(*) Título original: «The roles of the US dollar and Japanese yen in the International monetary system». Traducción de María Luisa Balseiro.