

# O SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL E AS SÚAS PERSPECTIVAS DE FUTURO

FÉLIX VARELA PARACHE

Departamento de Organizacións Económicas Internacionais  
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais  
Universidade de Alcalá de Henares

MONTSERRAT HINAREJOS ROJO

Departamento de Organizacións Económicas Internacionais  
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais  
Universidade de Alcalá de Henares

Palabras clave: *Fondo Monetario Internacional; Sistema Monetario Internacional; Sistema Monetario Europeo; Movements de capital; Tipos de cambio; Volatilidade.*

Key words: *International Monetary Fund; International Monetary System; European Monetary System; Capital movements; Exchange rates; Volatility*

## Resumo

*Este artigo parte de analiza-la evolución do Sistema Monetario Internacional dende a introducción dos tipos de cambio flotantes en 1973 ata a actualidade e a controversia a que deu lugar o comportamento do réxime de flexibilidade cambiaria, así como a conveniencia ou non de establecer un sistema de tipos de cambio máis estable.*

*Despois de facer referencia a algunhas das propostas que se formularon para dota-lo sistema de máis estabilidade, analízase a influencia da maior mobilidade dos capitais e as ensiñanzas que, neste sentido, pode ofrece-la recente crise do sistema monetario europeo.*

## Abstract

*This paper aims at analysing the evolution of the international monetary system from the introduction of the floating exchange rates in 1973 until the present moment and the controversy caused by the behaviour of the pattern of exchanging flexibility and also the convenience*

*of whether to establish a more stable exchange rate system or not.*

*After having made reference to some of the proposals formulated to make the system more stable, the influence of a greater mobility of capitals and the teaching which, in this way, can offer the recent crisis of the European monetary system are discussed.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Hai unha corrente de pensamento que ve a evolución do Sistema Monetario Internacional como a sucesión dunha serie de períodos nos que predomina a existencia de regras —tipos de cambio fixos— e outros nos que se lle dá preferencia á discrecionalidade, adoptándose un sistema de tipos de cambio máis ou menos libre. Neste esquema, o sistema monetario actual representaría o extremo da máxima discrecionalidade, xa que practicamente non lles impón obriga ningunha ós países. Algúns autores consideran que se trata máis ben dun "non sistema", xa que deixa á libre opción dos países tanto o sistema de fixación dos tipos de cambio como a

combinación de medidas de axuste e financiamento que aqueles poden aplicar para facer fronte ós problemas de balanza de pagamentos.

As fortes oscilacións nos tipos de cambio durante as últimas décadas e o desencanto sobre a súa eficacia como mecanismo de axuste levaron a moitos economistas a desexar un sistema monetario máis estable e regulamentado. Xurdiron así diversas propostas encamiñadas a este propósito. A experiencia favorable do Sistema Monetario Europeo nos anos oitenta e o inicio dos noventa pareceu darlle un novo pulo a esta corrente de pensamento. Sen embargo, a crise monetaria europea de 1992-93 puxo de relevo a dificultade de comprometerse en mecanismos de estabilización dos tipos de cambio, con plena liberdade de capitais, a menos que os países estean dispostos a renunciar á independencia da súa política monetaria.

A liberdade dos movementos de capital non é patrimonio exclusivo dos países europeos que conformaron o Mercado Único. Pola contra, a devandita liberalización tivo un carácter global e estendeuse non só entre os países industriais, senón tamén a un grupo cualitativamente importante de países en desenvolvemento. A liberalización dos fluxos financeiros e a rápida expansión dos movementos privados de fondos constitúen características importantes da evolución recente e formulan unha nova situación para o equilibrio dos mercados de cambios e para o obxectivo de conseguir unha maior estabilidade dos tipos de cambio.

Este tema constituirá o principal centro de atención do presente traballo. Para iso, no apartado 2 analizarase a evolución do Sistema Monetario Internacional que leva á flotación e sinaláranse algunhas das razóns polas que esta non respondeu ás expectativas favorables que moitos economistas depositaran nela. No apartado 3 resumiranse as propostas máis importantes que se realizaron para dota-lo sistema de maior estabilidade. No apartado 4 referirémonos á modificación fundamental que a liberalización dos movementos de capital e a globalización dos mercados financeiros introduce no funcionamento do sistema. Para iso resulta de gran interese a experiencia derivada da crise monetaria europea. No último apartado estableceranse as conclusións que se derivan da análise anterior.

## **2. O SISTEMA DE FLOTACIÓN: ANTECEDENTES, FUNCIONAMENTO E DESILUSIÓNS**

### **2.1. O SISTEMA DE BRETTON WOODS E A SÚA RUPTURA<sup>1</sup>**

O sistema de Bretton Woods naceu como un intento de evita-los problemas que se produciran nos anos trinta: restriccións e bilateralismo nos pagamentos internacionais, inestabilidade dos tipos de cambio e perigo de que estes sexan empregados para gañar competitividade. Para iso, tratou de concilia-lo máis favorable dos dous sistemas monetarios anteriores. Do Patrón Ouro tomou a estabilidade a curto prazo dos tipos de cambio: os países fixaban a paridade da súa moeda en termos de ouro —aínda que tal fixación fora meramente nominal— e comprometéñanse a mante-lo tipo de cambio dentro dun contorno moi reducido, do 1% a un lado e a outro da paridade. Pero permitía que, ocasionalmente, ante un desequilibrio fundamental, os países modificaran a súa paridade. Evitábase así a rixidez do Patrón Ouro que dificilmente tería sido aceptable despois da experiencia dos anos trinta e nun anos dominados polo pensamento keynesiano e a preocupación prioritaria polo pleno emprego.

Ese sistema que parecía conxunta-lo mellor dos dous mundos, non se revelou tan eficaz como se previra. Xa na súa época, nos anos sesenta, sinaláronse dúas asimetrías que provocaban unha desigual distribución do peso do axuste: entre países deficitarios e países con superávit, impondo o peso nos primeiros; e entre países con moeda de reserva (Estados Unidos), resto dos países, que parecía eximir a aquel das obrigas de axuste. Tamén se observou na época que os axustes tenderon xeralmente a atrasarse, esixindo despois maiores e máis drásticas medidas para conseguilo equilibrio. Pero quizais o principal defecto do mecanismo de axuste deseñado en Bretton Woods foi non contar cun factor que os seus redactores a penas tiveron en conta: os movementos de capital.

No artigo VIII do Convenio Consultivo do Fondo Monetario Internacional (FMI), estableceuse o principio da convertibilidade das transaccións correntes, pero non de capitais. Esta

parecía difícil de lograr na perspectiva daqueles anos; ademais, tampouco era clara a súa desexabilidade despois da experiencia negativa dos anos trinta. Pero a crecente liberalización dos pagamentos internacionais, que se produciu coa declaración de convertibilidade externa das moedas dos principais países, levou, a partir de 1958, a estender esa liberalización a operacións de capital. Aínda que desigual e incompleta, a devandita liberalización foi suficiente para exercer un efecto sobre as políticas de axuste: a modificación de paridade pareceu unha medida especialmente indeseable, xa que lle quitaba credibilidade á actuación do Goberno e facilitaba os ataques especulativos futuros. Non é estraño que, aínda que tódolos países trataran de atrasalos axustes, os estudos realizados amosen que os principais países realizaron poucos axustes de paridades e moi separados no tempo, fronte ós numerosos e frecuentes dos países en desenvolvemento. Son, precisamente, os países que liberalizaron máis os seus fluxos financeiros os que tiveron que renunciar en maior medida ó tipo de cambio como instrumento de axuste. Estes países só realizaron modificacións de paridade en situacións moi excepcionais e, moitas veces, cando o grave desequilibrio causado polo goberno precedente permitía atribuírle-la culpabilidade última da medida adoptada.

A limitada pero crecente liberalización de capitais fixo posible unha serie de crises monetarias que afectaron a diversas moedas do sistema. Durante boa parte do período, a única moeda que foi obxecto de crises periódicas e frecuentes foi a libra esterlina, véndose o goberno británico obrigado a adoptalo que se denominou política de "*stop and go*", que alternaba períodos nos que había que frealo crecemento para equilibrala súa economía con outros nos que se relanzaba a economía, o que levaba, ó cabo dun certo tempo, á reaparición do problema da balanza de pagamentos. Este obrigaba de novo a freala economía, de xeito que o ciclo, de poucos anos de duración, volvía a empezar.

A partir do outono de 1967, a especulación deixou de estar centrada na libra esterlina e comezou a dirixirse directamente contra o dólar. A principios de 1968, esa especulación, actuando principalmente a través do mercado do ouro en Londres, obrigou ás autoridades monetarias dos

principais países a abandona-lo seu intento, iniciado en 1962, de estabiliza-lo prezo no devandito mercado. Dende marzo deste ano, o ouro pasou a ter un dobre prezo: para as autoridades monetarias seguía custando 35 dólares a onza, o prezo fixado polos Estados Unidos nos anos trinta; para os particulares e empresas, o prezo que alcanzaba no mercado. Tan anómala situación puido continuar varios anos porque ámbolos dous conductos, o oficial e o privado, se mantiveron separados. Para iso, as autoridades monetarias dos principais países estableceron un pacto comprometéndose a non vender ouro no mercado privado. A contrapartida dese acordo foi a inmovilización total do ouro nas reservas dos países. Paralelamente, produciuse un incremento das presións dos Estados Unidos sobre o resto dos países para que estes non realizasen conversións de dólares en ouro.

Por este procedemento illouse o sistema das presións especulativas do mercado do ouro, pero a especulación continuou intensamente nos mercados de divisas. Iso levou ás desvalorizacións do dólar en 1971 e 1973, feito de particular relevo por tratarse da moeda de reserva principal e case que única do sistema. A segunda destas desvalorizacións non impediu que continuasen tendo lugar fortes movementos especulativos, polo que os Estados Unidos suprimiron formalmente a convertibilidade en ouro e estableceron a flotación da súa moeda en marzo de 1973.

## 2.2. O SISTEMA DE FLOTACIÓN E A INTERVENCIÓN NO MERCADO DE CAMBIOS

O sistema de Bretton Woods desapareceu baixo a presión dos feitos. Os bancos centrais e autoridades monetarias non desexaban o paso á flotación; esta impúxose, como situación de feito, ante as presións especulativas. Desta forma, produciuse unha diverxencia entre a normativa sobre o sistema —o Convenio Constitutivo do FMI— e a realidade. A complexa situación internacional —primeira suba do prezo do petróleo, fortes desequilibrios das balanzas de pagamentos e desacordos nas políticas que había que aplicar— fará que esa situación se prolongue algúns anos. Só concluirá coa aprobación da Se-

gunda Enmenda ó Convenio Constitutivo, aprobada en 1976, que entrou en vigor, tralas oportunas ratificacións parlamentarias, en 1978. Fronte ás claras regras precedentes, a nova regulamentación é esencialmente permisiva. Simplemente indica que calquer país pode establece-lo seu tipo de cambio en relación cunha moeda doutro país (calquera que sexa esta), cunha moeda-cesto (media ponderada das moedas) da súa libre elección ou deixar que os devanditos tipos de cambio fluctúen no mercado. Liberdade completa para a elección do sistema que se complementa, ademais, coa posibilidade posterior de variar esa elección sen máis requisito que comunicarllo ó FMI nos trinta días seguintes. Non resulta estraño que un sistema destas características fora caracterizado por moitos autores como un "non-sistema".

A elección do sistema de fixación dos tipos de cambio polos países, levou a que houbera un predominio claro do número de países que elixiron a fixación do tipo de cambio en relación cunha moeda nacional ou un cesto de moedas. Pero a lista de países que escolleron a flotación das súas moedas comprendía os principais países industriais e representaba a meirande parte dos movementos comerciais e financeiros do mundo. Por iso resulta correcto falar do sistema practicado a partir dos anos setenta como dun sistema de flotación.

Dentro do novo sistema, os países podían elixir a opción de non intervir nos mercados de cambio, deixando que estes alcanzaran libremente o seu prezo de equilibrio, como ocorre en calquera outro mercado. Pero isto non foi así. Dende un principio, as autoridades monetarias consideraron o tipo de cambio como unha variable demasiado importante para ser confiada exclusivamente ás forzas do mercado. Dende 1973, houbo unha flotación manexada polas autoridades que, en diversos momentos e con desigual frecuencia e intensidade, trataron de influír sobre os tipos de cambio. Dende aquela producíronse variacións importantes tanto na natureza coma na forma de levar a cabo as intervencións.

No primeiro dos aspectos, a intervención realizouse durante anos respondendo só a criterios nacionais. Cada goberno decidía individualmente se interviña ou non e cando o facía. A experiencia derivada deses anos permitiu distin-

guir entre países que xeralmente interviñan pouco nos mercados de cambio, facéndoo só ocasionalmente, como Estados Unidos, e países que o facían case que de forma cotiá, como Francia ou España. As autoridades monetarias de cada país decidían a frecuencia e o volume da intervención e durante un período de 12 anos (1973-1985) fixérono en función de criterios estrictamente nacionais e de maneira descoordinada. A flotación neste período caracterizouse por grandes vaivéns nos tipos de cambio, tanto nominais coma reais, con longos períodos de valorización ou desvalorización das moedas. Concretamente, a relación do dólar coas outras moedas principais do sistema caracterizouse por unha importante desvalorización do dólar ata 1979 e unha forte valorización entre 1979 e 1985.

O ano 1985 marca o principio dos intentos de intervención conxunta por parte dos grandes países para tratar de influír coordinadamente nos mercados de cambios. Na orixe desta actuación internacional están as presións proteccionistas exercidas por importantes grupos industriais ante as dificultades competitivas derivadas do tipo de cambio do dólar, claramente sobrevaluado. Isto leva ó acordo, consagrado na reunión do Plaza en setembro de 1985, polo que os principais países tentaron conseguir unha caída paulatina do dólar, que tivo lugar nos anos seguintes. Dende aquela producíronse intervencións concertadas de distinto signo en diversos momentos, respondendo sempre a decisións tomadas en función da evolución dos mercados e a conveniencia de intervir conxuntamente para tratar de influír nelles.

O outro factor que desempeñou un importante papel na evolución do sistema consiste na substitución da intervención directa no mercado de divisas pola indirecta a través dos tipos de interese. Nun mundo cunha crecente internacionalización dos fluxos financeiros, a intervención directa pode desenvolver só un papel modesto respecto ós volumes de divisas que se poden mover en calquera momento. As posicións que mantiñan a ineficacia das intervencións no mercado de divisas foron gañando peso entre os economistas e alcanzaron a máxima influencia na primeira metade dos anos oitenta en Estados Unidos, co goberno de Reagan. Segundo a versión máis radical, a intervención non ten ningún

efecto distinto do que poden orixinalas contrapartidas monetarias que tal intervención orixinala. De acordo con este enfoque, non hai política de intervención directa efectiva, senón efectos da política monetaria sobre os tipos de cambio. Este enfoque vaise estender a outros países e determinar unha menor intervención no mercado de divisas e unha substitución pola utilización dos tipos de interese como mecanismo para influír no equilibrio do mercado de cambios. É dicir, a utilización da política monetaria para este fin. Para algúns economistas, esta é a única forma de influír no mercado de cambios; pola contra, outros pensan que actuar directamente no mercado de divisas pode representar un instrumento eficaz ó establece-la posición das autoridades e a súa disposición a comprometer recursos para mantela.

### 2.3. AS ESPERANZAS DEPOSITADAS NOS TIPOS FLOTANTES E A REALIDADE

Moitas foron as razóns que apoiaban nos anos setenta un sistema de libre flotación das moedas e moita a polémica que se xerou, despois de máis de vinte anos de experiencia, sobre as vantaxes que este sistema proporcionou *versus* as que se lle vaticinaron.

Cando se introducen os tipos de cambio flexibles na década dos setenta, o panorama monetario mundial caracterizábase por sucesivas crises do sistema de paridades, por graves presións especulativas sobre a moeda de reserva (o dólar) e polo temor a unha propagación da inflación estadounidense a outros países, como Alemaña, facilitada polos tipos de cambio fixos.

Polo tanto, non é de estrañar que naquel momento os tipos de cambio flotantes fosen acollidos como unha solución necesaria, xa que representaban, cando menos teoricamente, o illamento nacional das perturbacións exteriores mediante as correspondentes variacións do tipo de cambio (os países xa non se verían obrigados a importar políticas externas indesexables). Á vez, os tipos de cambio funcionarían como estabilizadores automáticos da economía dos países: o seu rápido axuste aseguraría o equilibrio externo e eliminaría os ataques especulativos, ó permití-la variación dos tipos de cambio nominais manter

constante o tipo de cambio real. Outra virtude atribuída ós tipos de cambio flexibles era liberar os bancos centrais da necesidade de intervir nos mercados monetarios para manter os tipos de cambio; co novo sistema, o tipo de cambio sería un prezo libremente fixado polas leis do mercado, dando liberdade ás autoridades monetarias para usalas medidas de política monetaria e fiscal para finalidades internas<sup>2</sup>.

Sen embargo, a realidade ocupouse de eliminar a aura coa que se pretendía envolver os tipos de cambio flotantes para demostrar que as grandes vantaxes que se lles atribuíron só se cumpriron parcialmente, sendo moitos os obxectivos que quedaron sen alcanzar. Un breve repaso ó acontecido no panorama monetario internacional dende 1973 bota por terra os argumentos mantidos polos seus defensores. ¿Por que decepcionou o comportamento dos tipos de cambio flotantes?

Basicamente, esqueceuse a idea de que non existe un sistema óptimo de tipo de cambio, senón que depende, en cada momento, da fonte e natureza dos shocks que sacoden as economías. As perturbacións de carácter monetario poden ser atenuadas a medio prazo pola flexibilidade dos tipos nominais, que se axustan para manter estable o tipo real; pero o sistema non permite o illamento a curto prazo das economías nacionais. No caso de perturbacións reais, a actuación é aínda máis decepcionante, xa que non conseguen illar as economías nin no curto nin no medio prazo. Os tipos de cambio flotantes consideráronse fundamentais para o illamento das economías, pero esta capacidade de illamento revelouse como moi relativa, non podéndose xeneralizar sen "especifica-la natureza da perturbación (monetaria ou real), a orixe da perturbación (interna ou externa), qué é o que se ailla (produto real ou consumo) e quen vai ser illado (país nacional ou o país nacional e o estranxeiro en conxunto)"<sup>3</sup>.

O papel de estabilizador automático que se lle asignou tampouco se cumpriu estrictamente. A curto prazo, os efectos da "curva J" na conta corrente eliminaban a automaticidade do axuste que viría a alcanzarse no medio e longo prazo, sempre e cando as características estruturais da economía o permitiran; en caso contrario, podía coexistir-lo equilibrio da balanza de pagamentos

con longos períodos de déficit corrente. Sen embargo, hai que recoñecer que os tipos de cambio flotantes facilitan os axustes dos tipos de cambio reais esixidos por cambios permanentes nos mercados de produtos, polo que ante os cambios estruturais experimentados polas economías mundiais dende os anos setenta o sistema de tipos de cambio flexibles foi o mellor que se podía ter.

Por último, as autoridades monetarias non permaneceron impasibles ás variacións do valor da súa moeda nos mercados de cambios. Como xa vimos, seguiron intervindo nos mercados para o mantemento do tipo de cambio, tarefa que se supoñía non necesaria nun réxime de flexibilidade.

En resumo, a autonomía da política monetaria permitida polo sistema de flotación non era tan grande como pretendieron os seus defensores. Nin era o sistema de flotación o mecanismo que independizaría plenamente a súa actuación para a consecución dos obxectivos internos. Sen embargo, o erro non estaba no sistema, senón na natureza da política en si mesma, que depende tanto do grao de apertura das economías (a maior conexión cos mercados internacionais obriga a levar a cabo políticas monetarias condicionadas polas actuacións exteriores) coma do réxime cambiario que se adopte.

A pesar de ter incumplido a maioría das funcións que se lle atribuíron, a maior crítica que se lles pode facer ós tipos de cambio flotantes non se basea nos argumentos anteriores, senón na extraordinaria volatilidade que presentaron no día a día. As voces de alarma fronte a amplitude das variacións dos tipos de cambio comezaron a escoitarse a principios dos anos oitenta. As preocupacións agraváronse ante a observación da tendencia ó desaliniamento dos valores de cambio das moedas; tanto en períodos de tempo curtos coma en períodos longos.

Se a variabilidade diaria do valor relativo das moedas é un feito grave "per se", en maior medida o será ó vir acompañado de desviacións entre o valor actual do tipo real de cambio e o tipo de equilibrio a longo prazo. A volatilidade do tipo de cambio nominal unida á inflexibilidade dos prezos dos bens no curto prazo tiña como resultado un axuste excesivo do tipo de cambio real; como consecuencia, a asignación dos re-

ursos da economía produciábase ineficientemente ante a presenza de incerteza na evolución das taxas nominais e reais de cambio. Esta ineficiencia reflectíase no comercio e no investimento, elevando os seus custos como consecuencia da utilización de instrumentos de cobertura para eludirla inestabilidade do tipo de cambio.

A volatilidade ten o seu maior aliado na variación das expectativas dos participantes no mercado, dada a elevada sensibilidade do tipo de cambio ás variacións nas preferencias, ós cambios esperados da política monetaria e á credibilidade desas políticas. Do incerto das actuacións dos axentes económicos derívase o incerto da evolución esperada da taxa cambiaria.

Friedman non dixo que os tipos de cambio flexibles tivesen que ser estables; é máis, dado o seu carácter de prezo relativo influído polos mercados de bens e de capitais poderían fluctuar volatilmente respondendo ás variacións nestes mercados. Sen embargo, aínda coñecendo a necesaria mobilidade do tipo de cambio, o preocupante é a magnitude que o devandito vaivén adquiriu nos mercados, moitas veces sen responder a factores reais. Este é o motivo principal que levou ás propostas realizadas nos últimos anos para unha maior estabilización do sistema, imponéndolle límites á flexibilidade.

### **3. PROPOSTAS PARA UNHA MAIOR ESTABILIDADE DOS TIPOS DE CAMBIO**

O tempo transcorrido dende que se iniciou a flotación dos tipos de cambios ofrece unha experiencia non facilmente conciliable con ningunha das posturas extremas adoptadas antes do seu establecemento. Non se cumpriron as expectativas negativas de quen pensaban que a ausencia de tipos de cambio fixos significaría unha caída do comercio e o investimento internacional e unha maior utilización do tipo de cambio como instrumento de protección. Pero aínda menos as dos defensores incondicionais dos tipos de cambio flexibles que esperaban un axuste automático das balanzas de pagamentos, deixando libre o instrumento da política monetaria para conseguir obxectivos internos.

Como sinalamos, os tipos de cambio das principais moedas mostraron grandes oscilacións,

tendendo a realizar fluctuacións amplas en torno ó nivel de equilibrio, máis que achegarse rapidamente a el. Como sinalou Williamson (1983, p. 9), os anos transcorridos mostraron que os tipos de cambio flexibles son viables, pero non existe consenso sobre que tal sistema sexa desexable.

Non resulta estraño que ante a forte volatilidade e as grandes oscilacións entre os tipos de cambio das principais moedas, rexistrados dende os anos setenta, xurdiran propostas orientadas a limitar tales fluctuacións, buscando unha maior estabilidade dos tipos de cambio. Tampouco que dende posturas opostas se considere que o sistema de flotación tivo que soportar unhas fortes perturbacións, que terían acabado con calquera outro sistema alternativo, agás que se estableceran estrictos controis de capital (Root, 1994, p. 507). Menos aínda pode estrañar que a controversia entre ámbalas dúas posturas estivera entretrecida coa evolución da experiencia europea no seu intento de limitar e, no futuro, elimina-la fluctuación entre moedas comunitarias.

Referímonos neste apartado a determinadas propostas de estabilización dos tipos de cambio, en particular as realizadas por Williamson e McKinnon, as máis importantes que se elaboraron en resposta ás fortes fluctuacións dos tipos de cambio nos anos setenta. Ámbalas dúas son teorías que pretenden un sistema de tipos de cambio controlado internacionalmente polos principais países, co obxecto de limita-las fluctuacións dos tipos de cambio; pero empregan mecanismos moi diferentes para conseguilo. Engadiremos a iso a proposta de Tobin de limita-la liberdade dos movementos de capital, proposta que alcanzou unha particular actualidade tralo protagonismo adquirido por estes na recente crise monetaria dos países europeos.

### **3.2. PROPOSTAS DAS "ZONAS-OBXECTIVO"**

Foi inicialmente realizada por Bergsten e Williamson (1983), posteriormente foi desenvolvida por Williamson (1983) e refinada e ampliada por Williamson e Miller (1987). A proposta parte de que calquera país trata de conciliar tres obxectivos macroeconómicos: nivel de actividade elevado, estabilidade monetaria e balanza corrente equilibrada ou con déficit financeiramente

sostible. Cada país, individualmente, pode buscar unha composición distinta deses tres obxectivos parcialmente contradictorios. O obxectivo da proposta é buscar un mecanismo internacional de compaxina-lo equilibrio interno e externo dos principais países.

Para iso, Williamson introduce o concepto de "tipo de cambio de equilibrio fundamental" (TCEF), definido en sentido implícito no Convenio Constitutivo do Fondo Monetario Internacional. Este fai referencia ó desequilibrio fundamental como aquel que non pode corrixirse mediante mecanismos internos sen un alto custo en termos de crecemento e emprego, polo que se xustifica o axuste da paridade. Na proposta de Williamson, os países terían como obxectivos mante-los tipos de cambio dentro dunhas marxes relativamente amplas en torno ó TCEF, o cal iría cambiando a medida que variasen as condicións básicas da economía. Desta forma, a proposta das "zonas-obxectivo" ten algo en común cos principais sistemas de flexibilidade dos tipos de cambio propostos nos anos sesenta: en paralelo co axuste paulatino de paridades, tamén hai un axuste no campo de variación posible dos tipos de cambio; pero as marxes de fluctuación a curto prazo son amplas, aínda que en maior medida có propugnado daquela polos partidarios do ensanchamento das bandas de fluctuación.

O concepto de TCEF e o seu axuste parten da distinción —e distinta valoración— que Williamson fai de volatilidade e desalíñamento dos tipos de cambio. A volatilidade é un concepto a curto prazo e mide a variación que tivo o tipo de cambio durante un período dado. Pola contra, o desalíñamento trata de medi-la separación do tipo de cambio do seu índice de equilibrio a longo prazo, representado polo TCEF. Para o autor, o desalíñamento dos tipos de cambio ten moita máis transcendencia económica cá súa volatilidade, cuns efectos negativos que poden ser contrarrestados polo desenvolvemento de mercados a prazo e outros mecanismos de cobertura. O TCEF pode cambiar no curso do tempo —diferente ritmo de inflación ou variacións na demanda real ou na capacidade de financiamento dunha economía— pero non é probable que cambie frecuente e drasticamente. Abondará con face-la súa modificación en momentos discontinuos, cunha certa periodicidade. Para iso, a institu-

ción rectora —o FMI— tería como misión seguir a evolución das variables que inflúen no TCEF de cada país, servindo estes cálculos para establecer periodicamente as novas bandas de fluctuación; é dicir, as novas "zonas-obxectivo".

O compromiso dos países consistirá en manter o tipo de cambio das súas moedas respectivas dentro do campo de variación desas "zonas-obxectivo" que irían cambiando periodicamente ó facelo as condicións básicas da economía. Pero nin sequera este sería un compromiso rixido. Aínda que as "zonas-obxectivo" serían publicadas e coñecidas por todos, os seus límites non serían estrictos, senón que poderían ser temporalmente sobrepassados; habería marxes brandas, máis que unha obriga exacta de manter os tipos de cambio dentro da zona.

Ademais do devandito obxectivo exterior, os países comprometeríanse tamén a conseguir un obxectivo de carácter interno: un certo crecemento da demanda interna nominal. O seu propósito é poñerlle un límite ó crecemento da inflación. Para iso utilízase como variable intermedia non a renda nacional, senón a demanda interna porque, desta maneira, un país con elevado déficit por conta corrente terá que manter un crecemento da demanda interna menor có que correspondería ó crecemento desexado da renda, e viceversa.

Para trasladar eses dous obxectivos, interior e exterior, en regras de actuación política, Williamson establece tres regras básicas:

1) O diferencial dos tipos de interese debe empregarse prioritariamente para manter os tipos de cambio dentro da "zona obxectivo". Para Williamson, os tipos de interese son o instrumento máis eficaz para intervir no mercado de cambios. Pero o seu emprego prioritario para este fin non quere dicir emprego exclusivo: a amplitude da banda de fluctuación permite que tamén poidan empregarse para conseguir obxectivos internos, agás en situacións moi especulativas.

2) Supoñendo que o diferencial dos tipos de interese entre as dúas moedas non é o adecuado para conseguir manter os tipos de cambio dentro das "zonas-obxectivo", haberá que determinar a cal dos dous países lle corresponde realizalo axuste. Williamson faino depender do crecemento da demanda agregada global. Se esta é maior

do desexable, o país con situación débil de balanza de pagamentos debe incrementar os seus tipos de interese; en caso contrario, o país con superávit deberá reduci-lo seu. Esta regra trata de conseguir a simetría no axuste, atribuíndolle a un ou a outro país ou grupo de países a obriga de realizalo.

3) Cando a política monetaria non consigna os niveis pretendidos de demanda interna, pode ser necesaria unha utilización keynesiana da política fiscal para conseguir tal propósito<sup>4</sup>.

Fixemos unha ampla referencia á proposta das "zonas-obxectivo" porque é, sen dúbida, a proposta que tivo unha máis ampla repercusión na literatura económica, foi obxecto de tratamento no FMI (véxase Crockett e Goldstein, 1987) e recentemente foi apoiada polo informe da chamada Comisión de Bretton Woods. Para os seus partidarios, a proposta melloraría claramente o "non sistema" actual permitindo, sen embargo, suficiente flexibilidade para evitar crises especulativas como as experimentadas polo Sistema Monetario Europeo (SME). As críticas á proposta das "zonas-obxectivo" centráronse, por unha parte, na dificultade da súa definición e da medida das súas variacións; por outra, na esixencia dun esquema de cooperación dificilmente alcanzable —como o antes descrito— se non se quere que as políticas poidan ter efectos perturbadores<sup>5</sup>.

### **3.2. PROPOSTA DUN CRECIMENTO MONETARIO GLOBAL**

Para McKinnon, a volatilidade dos tipos de cambio é o resultado do carácter substitutivo das moedas entre si, dada a liberdade crecente dos movementos de capital, argumentación que gañou peso, indudablemente, coa crecente liberdade e internacionalización dos movementos de capital que caracterizou os últimos anos. As grandes institucións de investimento internacional e os investidores en xeral manteñen os seus fondos en diversas divisas. O volume total investido pode experimentar variacións, pero este cambio é pequeno e paulatino. Os cambios importantes a curto prazo, só se producirán na composición das carteiras. Nun determinado momento pode haber un maior desexo de manter dólares que

marcos e os cambios na composición global das carteiras orixinará as correspondentes presións no mercado de cambios.

A partir desta idea, McKinnon (1988) planifica o que el chama un "patrón ouro sen ouro". Debe haber un crecemento da liquidez global que se estableza conxuntamente polos países, substituíndo á práctica actual en virtude da cal cada país establece o seu propio obxectivo de crecemento das magnitudes monetarias. De acordo coa súa proposta para a existencia dun sistema monetario internacional ordenado, abondaría con que os tres países cunhas moedas que xogan un papel clave actualmente (Estados Unidos, Alemaña e Xapón) se puxeran de acordo en manter un ritmo determinado de expansión monetaria global e en fixar definitivamente os tipos de cambio entre eles, sen esterilización ningunha dos efectos monetarios de calquera desequilibrio da balanza de pagamentos que se poida producir. Desta forma, un aumento da preferencia polo marco no conxunto das carteiras internacionais determinará un aumento da circulación en marcos e un decrecemento da circulación en dólares. O incremento da liquidez global acordado non variará, pero si o fará a distribución entre os distintos mercados. A proposta de McKinnon responde a unha especie de monetarismo global, xa que se produciría un incremento automático da liquidez conxunta, cunha distribución entre moedas que se vería afectada exclusivamente pola vontade dos investidores. Todo iso significaría unha renuncia total a empregar a política monetaria para finalidades internas. Desta forma, segundo a proposta de McKinnon, os bancos centrais limitaríanse a establecer un nivel de tipos de cambio nominais con bandas de fluctuación estreitas. O tipo de cambio fixado xa non tería que ser alterado. Todo o axuste necesario produciríase a través dos movementos de oferta monetaria que determinarían o adecuado crecemento da inflación. Implícito está na súa argumentación o cumprimento da teoría cuantitativa e da neutralidade do diñeiro e tamén o perfecto funcionamento dos mercados e a non existencia de presións especulativas ó acepta-lo público a permanencia dos tipos de cambio fixos (Davidson, 1992-93, p. 168 e ss.). Trátase dunha posición monetarista extrema "ó nega-la importancia da política fiscal e a necesidade de utiliza-la políti-

ca monetaria para calquera propósito de equilibrio interno distinto da consecución da estabilidade secular dos prezos de bens obxecto do comercio" (Williamson e Milner, 1990).

### **3.3. PROPOSTA DE CONTROL DOS FLUXOS ESPECULATIVOS**

Tobin é un dos primeiros autores que chamaron a atención sobre o efecto perturbador que poden te-los crecentes fluxos privados de capital a curto prazo sobre os tipos de cambio. Nun traballo publicado en 1978, sinalaba que os gobernos, en moitos casos, non poden absorbe-los importantes fluxos internacionais de capital sen sacrificá-los seus obxectivos internos en termos de emprego, produción e inflación, porque "a mobilidade dos capitais financeiros limita as diferencias entre os tipos de interese nacional e isto restrinxen fortemente a capacidade dos gobernos e bancos centrais para proseguir as políticas monetarias e fiscais adecuadas para a súa economía interna" (Tobin, 1978, p. 154).

Para evitar estes efectos indesexados, especialmente patentes en momentos de ataque especulativo, Tobin propoñía a introducción dun imposto que gravara tódalas operacións, co obxecto de que os mercados de cambio non tivesen tanta fluidez e os especuladores atoparan menos rendibles as rápidas operacións de entrada e saída en calquera moeda. Ese imposto debería establecerse cun índice relativamente baixo, como un 1%, de tal forma que non significara un gravame importante sobre as operacións de carácter permanente, pero si sobre as de carácter especulativo, por definición, a moi curto prazo. Tobin recoñece o efecto prexudicial que un imposto desta natureza tería para o comercio internacional, pero estima que globalmente a economía saíría gañando ó verse menos sometida a estas perturbacións exteriores.

A proposta de Tobin pretendía simplemente reduci-la volatilidade do sistema de tipos de cambio flotantes. Perdeu vixencia nos anos oitenta como consecuencia das posturas en favor da liberdade de funcionamento dos mercados que os caracterizaron: a intervención das autoridades parecía non só moi difícil de realizar, senón sinxelamente indesexable. Era citada por aqueles que se preocupaban dos efectos da mo-

bilidade de capital, pero non compartida pola maioría deles. Recentemente, sen embargo, deu-lle unha nova actualidade a crise monetaria de 1992-93 e a publicación dun traballo de Eichengreen e Wyplosz (1993), que trata de limitar os movementos especulativos de capital no Sistema Monetario Europeo mediante un mecanismo consistente en esixirlles a todas aquelas entidades que convertan unha moeda noutra estranxeira, un depósito equivalente ó importe desa conversión durante un ano e sen intereses. O sistema proposto está tomado das medidas específicas adoptadas polo Banco de España con ocasión da crise do verán de 1992. Medidas que, se ben tiveron un certo impacto a curto prazo, a experiencia demostrou que a súa eficacia diminúe despois e lle supoñen non poucos problemas ó sistema financeiro e que afectaron non só ós fluxos de capital especulativos senón tamén ós movementos de capital de carácter permanente.

#### **4. A LIBERALIZACIÓN DOS MOVEMENTOS DE CAPITAL E A EXPERIENCIA EUROPEA**

O desencanto cos tipos de cambio flexibles levou a formular propostas, como as mencionadas, que teñen por obxecto conseguir un sistema con maior estabilidade nos mercados de cambios. Sen embargo, paralelamente produciuse unha rápida internacionalización dos mercados de capitais que fai máis difícil lograla estabilidade pretendida. Tal internacionalización afectou incluso a mercados de capital que hai poucos anos eran só mercados puramente domésticos. Isto fixo que os fluxos de capital teñan unha influencia decisiva na determinación do equilibrio nos mercados de cambio e nos mercados nacionais de obrigas, vehículo principal do investimento internacional. A crise monetaria europea puxo de relevo a incidencia dos movementos de capital sobre os tipos de cambio. En particular, botou nova luz sobre a dificultade de conciliar un sistema de tipos de cambio fixo coa liberdade dos movementos de capital, a menos que os países estean dispostos a renunciar á independencia da súa política monetaria. Por iso, dedicaremos este epígrafe a descubri-la rápida expansión dos mercados financeiros internacionais nos últimos anos e a súa incidencia específica na crise eu-

ropea, o que nos permitirá tirar conclusións sobre a evolución previsible do SMI.

#### **4.1. INTERNACIONALIZACIÓN DOS MERCADOS FINANCIEROS**

A forte expansión dos movementos de capital é unha das características da evolución rexistrada durante os últimos quince anos. Nos países industriais produciuse un proceso cada vez máis amplo de liberalización dos movementos de capital que, en anos recentes, non só gañou en profundidade senón que se estendeu a un número apreciable de países en desenvolvemento. A liberalización crecente dos movementos de capital conxugouse cunha serie de factores técnicos e innovacións financeiras, orixinando unha expansión sen precedentes das operacións de capital transfronteirizas, especialmente notoria a principios dos anos noventa.

Na evolución que experimentaron os mercados financeiros, a OCDE sinalou que se poden distinguir dous períodos distintos. Antes da segunda metade dos anos oitenta, a internacionalización dos mercados produciuse principalmente mediante os mercados "off-shore": primeiro a través do mercado de eurodivisas; despois, especialmente nos anos oitenta, mediante o desenvolvemento de euromercados sen intermediación bancaria (Eurobonos, Europapel comercial, etc.). Pero a segunda metade dos oitenta e o principio da actual década caracterizáronse polo desenvolvemento do financiamento a través dos mercados nacionais, utilizando principalmente o vehículo da débeda pública. Hai unha internacionalización sen precedentes dos mercados financeiros ata daquela tipicamente nacionais.

Esta crecente internacionalización dos mercados nacionais foi acompañada doutro cambio institucional que o favorece: o crecemento do investimento institucional. En tódolos mercados financeiros houbo unha concentración do investimento en grandes entidades institucionais especializadas. Entidades que están en mellores condicións que calquera outro investidor para afrontar os problemas que necesariamente implican os investimentos transfronteirizos.

Cálculos oficiais a principios dos anos noventa cifraban en 2,5 billóns de dólares os investimentos desta natureza, cifra que se repartiría

aproximadamente por igual entre accións e outros títulos. Toda esta internacionalización e institucionalización das carteiras foi acompañada dun crecemento espectacular das operacións de cambio ligadas a elas. Hai tempo que se vén manexando a cifra de un billón de dólares de movementos diarios nos mercados de cambios, dos cales só unha pequena proporción pode corresponder a pagamentos por bens e servicios, constituíndo o resto transaccións financeiras. Por tanto, o espectacular crecemento do mercado de cambios entronca directamente coa expansión e internacionalización das operacións de capital. Con fluxos de tal magnitude é fácil supoñer a súa influencia decisiva nos tipos de cambio. Tamén que as autoridades monetarias nacionais foran cada vez complementando —e, en moitos momentos, substituíndo— as súas intervencións no mercado de cambios nacionais respecto ós activos estranxeiros. Por último, tampouco pode estrañar que as variacións bruscas nos fluxos de fondos orixinen crises importantes nos mercados. A este respecto, o ocorrido en Europa no período 1992-93 é significativo e permite sacar ensinanzas válidas para establece-las conclusións deste traballo.

#### 4.2. A EXPERIENCIA DO SISTEMA MONETARIO EUROPEO (SME)<sup>6</sup>

A difícil coexistencia entre a liberalización dos movementos de capital e os axustes esporádicos dos tipos de cambio xa foi apreciada, como vimos, na época de Bretton Woods, pese á liberalización só parcial de tales movementos e a que aínda estaba lonxe a explosiva internacionalización das carteiras ás que nos referimos no epígrafe anterior. O tema foi obxecto de ampla atención como consecuencia da crise monetaria en Europa durante os anos 1992-93, na que incidiron a plena liberalización de capitais, nun contexto financeiro cada vez máis globalizado, coa rixidez dos tipos de cambio dentro do SME.

Unha das primeiras chamadas de atención sobre esta inconsistencia foi a de Wyplosz (1988), que destacou a importancia que os controis de capital tiveron ata entón para os participantes no SME. Eses controis permiten unha certa desconexión temporal dunha economía respecto ós

mercados internacionais. Non son útiles durante longos períodos, porque sempre existen métodos de eludilos. Nin poden evita-las perdas de reservas ou as desvalorizacións se se segue unha política monetaria que sistematicamente acomoda a inflación (Smaghi e Micossi, 1990, p. 149). Pero son útiles durante períodos de crises, se estas non duran moito. Actúan limitando a contía dos fondos especulativos que se poden mover nun determinado momento.

Diversos autores subliñaron a contradicción que implica o período transitorio da UEM, ó coincidi-la plena liberalización dos movementos de capital e a inmovilidade dos tipos de cambio necesaria para cumprir-las condicións de converxencia. Padoa-Schioppa (1988, p. 372 e ss.) sinalou que, desaparecido o control de capitais, nas economías dos países comunitarios aparece o que el denomina o "cuarteto inconsistente", xa que liberalización comercial, plena liberdade de capitais, tipos de cambios fixos e autonomía da política monetaria resultan incompatibles. Para preserva-la inamovibilidade dos tipos de cambio fará falta renunciar á autonomía da política monetaria ou á plena liberdade de movementos de capitais.

Ó elimina-los controis de capital nun mundo financeiro crecentemente globalizado, as autoridades monetarias atopan que as reservas son insuficientes para facer fronte a posibles movementos especulativos e que estes só poden contrarrestarse mediante un aumento significativo dos tipos de interese. Tal aumento ocasiona moitos problemas, especialmente se as crises son duradeiras. Por iso, a ausencia de controis de capital cambiou radicalmente as condicións nas que se desenvolve a política monetaria nos países da Unión Europea (Eichengreen e Wyplosz, 1993, pp. 62-63).

Cómpre subliñar que a incompatibilidade das mencionadas políticas é unha posibilidade, pero non unha necesidade. Boa proba diso é o período que media dende que se empeza a avanzar no proceso de creación da UEM e o verán de 1992. Durante ese período, o convencemento dos axentes económicos sobre a estabilidade das moedas comunitarias e o avance da converxencia, conduciron a un apreciable desprazamento de capitais cara a países cun elevado déficit corrente, como España e Italia. As súas moedas si-

tuáronse na parte alta das bandas de fluctuación e reducíronse os diferenciais dos seus tipos de interese co marco. Os movementos de capital desempeñaron un papel "estabilizador", aínda que xa daquela xurdiron algunhas voces discrepantes, incluíndo dirixentes do Bundesbank, sobre a conveniencia e o carácter autenticamente estabilizador de tales fluxos. Pero abundaron os desequilibrios e diverxencias económicas duns cantos feitos negativos sobre a evolución esperada da Unión Económica e Monetaria para que o SME sufrira a maior crise da súa existencia; unha crise cualitativamente diferente doutras anteriores.

Da experiencia histórica extráese a conclusión de que as expectativas sobre cambios nas políticas fixadas poden producir apreciables fluxos financeiros, que contribuirán ó desequilibrio. Esta ensinanza confirmábase de forma extrema coa plena mobilidade de capitais establecida nos países da UE, a partir de 1990. Probablemente, razóns de fondo non faltaban. Por unha parte, a evolución dos custos e a dos prezos foran moi distintas nos diferentes países participantes no SME; isto tiña antecedentes, pero mentres no pasado o efecto de tal diverxencia na competitividade se vira compensado regularmente por movementos da paridade central, dende 1987 non tivera lugar ningún axuste dos tipos de cambio. Por outra parte, dende principios dos anos noventa, o sistema tiña un novo factor de inestabilidade que lle afectaba ó país no que o SME descansa. A causa da reunificación, Alemaña tivo que incurrir nun déficit fiscal sen precedentes que levou ó Bundesbank a introducir unha política monetaria tensa que, a medida que transcorría o tempo, se fixo cada vez máis conflictiva e indesexable para a maioría do resto dos países europeos. Non lle ocorría igual a aquel país que entrara máis tarde na depresión e no que as autoridades lle daban carácter prioritario á necesidade de controla-las presións inflacionistas.

Pese a que esas discrepancias se foron facendo cada vez máis patentes, os fluxos de capital desempeñaron durante un período apreciablemente longo o papel "estabilizador" ó que se fixo referencia. Pero o que a finais dos oitenta e principios dos noventa foran movementos de capital equilibradores, íanse converter a partir de

1992 en desequilibradores: abondaría que o devandito conflito entre os obxectivos internos e externos se unise a un factor aparentemente anecdótico, como foi o resultado negativo do referendo danés, para introducir serias dúbidas respecto ás perspectivas futuras de integración monetaria en Europa.

A fragilidade que estaba demostrando o proxecto de Unión Económica e Monetaria puxo de relevo a potencialidade especulativa e, neste caso, "desestabilizadora", dos mercados financeiros. É ben coñecida a evolución rexistrada a partir do verán de 1992: ataques especulativos, inicialmente centrados na libra e na lira, que levaron á saída de ámbalas dúas moedas do mecanismo de tipos de cambio do SME; posteriores ataques a outras moitas moedas, algunhas das cales, como a peseta, o escudo, ou a libra irlandesa, sufriron desvalorizacións en máis dunha ocasión; e continuos ataques de grande envergadura ó franco francés que só sae dese tranco co apoio masivo de Alemaña. Pese á intervención con montantes sen precedentes das autoridades monetarias europeas, foi preciso, finalmente, amplia-las marxes de fluctuación ata un 15%, disfrazando unha entrada encuberta da flexibilidade dos tipos de cambio dentro do SME.

Dende aquela, a inestabilidade nos mercados de cambio non desapareceu pero si amainou considerablemente. Nun sistema con tipos de cambio fixos, os especuladores xogan con vantaxe porque obterán grandes beneficios se a operación realizada ten éxito, mentres que, en caso contrario, os custos son irrelevantes. Iso contribúe a facer dificilmente conciliables a liberdade dos movementos de capital co mantemento dos tipos de cambio fixos, a menos que os países renuncien total e irrevocablemente á utilización da política monetaria para fins que non sexan conseguirlo equilibrio exterior.

As consecuencias da crise monetaria europea proporcionan unha valiosa experiencia para o Sistema Monetario Internacional. Calquera modificación deste debe partir da rápida expansión e globalización dos mercados monetarios e da dificultade de conciliar tal desenvolvemento cun sistema de tipos de cambio fixos se antes os países non renunciaron á autonomía das súas políticas monetarias. Algo non fácil no contexto europeo e dificilmente imaxinable no mundial.

## 5. CONCLUSIONES

A introducción dos tipos de cambio flotantes significou un cambio de gran transcendencia no sistema monetario internacional. Aínda que a modificación se produciu esixida polas circunstancias —especulación sobre o dólar—, moitos economistas consideraron que o novo sistema, con flexibilidade dos tipos de cambio, constituía un obxectivo desexable en si mesmo. Sen embargo, os resultados de tal sistema, en termos de estabilidade dos mercados e de independencia da política monetaria dos países, estiveron por debaixo do esperado polos seus partidarios. Ante fortes fluctuacións dos tipos de cambio non é extraño que se buscaran fórmulas para tratar de conseguir unha maior estabilidade dos mercados de cambios.

A experiencia dos últimos anos parece proporcionar resultados contradictorios sobre a controversia de se é ou non conveniente un sistema máis estable de tipos de cambio. As grandes fluctuacións dos tipos de cambio das principais moedas dos anos setenta e oitenta e os progresos de converxencia entre os países europeos logrados durante a parte final dos oitenta parecían inclina-la balanza cara a mecanismos de maior estabilidade que encontraban no SME o seu paradigma. Pero a evolución recente representou un retroceso nas posturas favorables a unha maior estabilidade.

Por unha parte, o proceso de globalización financeira tomou, a partir dos anos oitenta, especialmente na súa segunda metade, novos impulsos, á vez que tiña lugar un cambio cualitativo na súa forma de actuar, incidindo directamente sobre os mercados nacionais e, de forma particular, na débeda pública. Aínda que os mercados financeiros distan de alcanzar un auténtico carácter global, a súa internacionalización aumentou notablemente e afecta a mercados nacionais de países que hai uns anos sería impensable que formaran parte das alternativas de investimento das grandes entidades financeiras. As decisións de investimento destas últimas inflúen nos mercados de divisas e de obrigas dos países, facendo dos movementos de capital un factor clave para a determinación do seu equilibrio.

Calquera modificación que no futuro pretenda introducirse no Sistema Monetario Interna-

cional ten que ter en conta esa realidade da mobilidade dos capitais, así como a experiencia acumulada na crise de 1992-93 do SME. Esta indícanos que os capitais poden desenvolver un papel equilibrador e moverse en contías importantes cara a países que precisen complementa-lo seu aforro doméstico e financia-lo déficit da súa balanza corrente. Pero tamén nos demostra ata que punto tales movementos son sensibles ás variacións de expectativas, tanto derivadas dos "desequilibrios fundamentais" como da percepción de debilidade ou inconsistencia nas medidas de política económica aplicadas, e en que grao pode resultar inestable un sistema que pretenda conciliar tipos de cambios fixos e liberalización total dos movementos de capital, a menos que os países estean dispostos a renunciar á independencia da súa política monetaria.

Deixando de lado solucións que pretendan introducir restriccións nos mercados de capital (en contra da actual preferencia polo funcionamento libre dos mercados, do que a eficiencia resulta moi dubidosa), a experiencia recente fai difícil imaxina-la introducción de calquera sistema que mellore considerablemente a estabilidade e o nivel de esixencias do actual Sistema Monetario Internacional. Das alternativas descritas, o sistema das "zonas-obxectivo" é o que parece ofrecer unha marxe de flexibilidade considerable que, probablemente, permitira face-lo compatible coa mobilidade actual de capitais e a globalización dos mercados financeiros. Pero a súa introducción esixiría acordos de coordinación das políticas monetarias, que implican renunciar parcialmente á independencia financeira. As últimas experiencias no G-7 non fan concibir esperanzas a este respecto. Tampouco os intentos de coordinación na Unión Europea o son, malia o menor número e maior converxencia da súas economías.

Todo o sinalado apunta á continuidade do Sistema Monetario Internacional actual (ou, se se quere, do "non sistema" que padecemos). Non hai dúbida de que este sistema dista moito de ser ideal, pero non se ve no horizonte nada que poida substituílo e, á vez, ser capaz de acomoda-la expansión e integración crecente dos mercados financeiros. Iso só sería posible cunha mellora dramática na coordinación económica, dificilmente previsible nun futuro próximo.

## NOTAS

1. Utilízase como base epígrafe F. Varela (1994a), onde pode atoparse un tratamento máis amplo do tema.
2. Para unha exposición máis completa do exposto neste apartado, pode consultarse J. Viñals (1986).
3. Crockett, A. e Goldstein, M. (1987): "Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators", *Occasional Paper, IMF*, N. 50, (feb., 1987), p. 9.
4. Véxase, Williamson e Miller (1987) e Williamson (1990) para unha exposición máis ampla desta proposta e outros puntos tratados na exposición.
5. Williamson e Milner (1990) refírense a este aspecto en relación coa política de Estados Unidos a principios dos anos oitenta para limitar a apreciación do dólar. Dise que —de acordo coa proposta— as autoridades deberían ter suavizado a política monetaria a principios dos anos oitenta, o que levaría a unha maior inflación. Sen embargo, os autores sinalan que tal situación tamén conduciría a chama-la atención sobre a inconsistencia da política fiscal establecida. Para unha crítica e análise detallada dos principais aspectos da proposta Williamson, véxase Frenkel e Goldstein (1986).
6. Neste epígrafe utilízase amplamente F. Varela (1994).

## BIBLIOGRAFÍA

- BERGSTEN, C.F.; WILLIAMSON, J. (1983): "Exchange Rates and Trade Policy", en W.R. Cline [ed.]: *Trade Policy in the 1980's*. Washington: Institute for International Economics.
- CROCKETT, A.; GOLDSTEIN, M. (1987): "Strengthening the International Monetary System: Exchange Rates, Surveillance and Objective Indicators", *Occasional Paper, IMF*, N. 50, (feb., 1987), pp. 1-20.
- DAVIDSON, P. (1992-93): "Reforming the World's Money", *Journal of Postkeynesian Economics*, Vol. 15, N. 2, p. 153.
- EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. (1993): "The Unstable EMS", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, pp. 51-143.
- FRENKEL, J.A.; GOLDSTEIN, M. (1986): "A Guide to Target Zones", *Staff Papers, IMF*, Vol. 33, N. 4, (dec., 1986), pp. 633-673.
- MCKINNON, R.I. (1988): "Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: A Proposal", *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp. 83-103.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1988): "The European Monetary System: A Long-term View", en F. Giavazzi, S. Micossi e M. Miller [ed.]: *The European Monetary System*, pp. 369-384. Cambridge: Cambridge University Press.
- PORTER, R. (1993): "EMS and EMU after the Fall", *The World Economy*, Vol. 16, N. 1, (xan., 1993), pp. 1-15.
- ROOT, F.R. (1994): *International Trade and Investment*. Cincinnati, OH: South-Western Publishing Co.
- SMAGHI, L.B.; MICOSSI, S. (1990): "Monetary and Exchange Rate Policy in the EMS with Free Capital Mobility", en P. de Grauwe e L. Papademos [ed.]: *The European Monetary System in the 1990's*, pp. 120-161. Longman Group.
- TOBIN, J. (1978): "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, pp. 153-159. [Reproducido en J. Tobin (1982): *Essays in Economics*. Cambridge: MIT Press.].
- VARELA, F. (1994a): "La era de Bretton Woods: La experiencia de los tipos de cambio fijos", en F. Varela [coord.]: *El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la economía española*, pp. 1-24. Pirámide.
- VARELA, F. (1994b): "Movilidad de capitales y tipos de cambio ajustables: De Bretton Woods al Sistema Monetario Internacional", *Economistas*, N. 61, pp. 55-61.
- VIÑALS, J. (1986): "¿Hacia una menor flexibilidad de los tipos de cambio en el sistema monetario internacional?", *Papeles de Economía Española*, N. 28, pp. 2-22.
- WILLIAMSON, J. (1990): "The 'Blueprint' Proposals for International Monetary Reform", en Ch. Johnson [dir.]: *Changing Exchange Rate Systems*. Londres: Pinter Publishers.
- WILLIAMSON, J. (1993): *The Exchange Rate System*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- WILLIAMSON, J.; MILLER, M.H. (1987): *Targets and Indicators: A Blueprint for International Coordination of Economic Policy*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- WILLIAMSON, J.; MILNER, C. (1991): *The World Economy: A Text Book in International Economics*. Cambridge (GB): Harvester-Wheatsheaf.
- WYPLOSZ, C. (1988): "Capital Flow Liberalization and the EMS: A French Perspective", *European Economy*, N. 36, (mai., 1988), pp. 85-102.