
Fondo Monetario Internacional. Su Primer Medio Siglo. Situación y Perspectivas

Alejandro Vegh Villegas*

Señor Embajador, señoras y señores. Le agradezco a José Carlos Jaime sus generosas palabras; agradezco al Foro de Estudios Financieros el honor que me hace de inaugurar esta serie de reuniones públicas y agradezco a ADEBA, y en especial al Dr. Peruzzotti aquí presente, su siempre agradable y cordial hospitalidad, la que he disfrutado por largos años.

Al preparar el material de esta charla me surgieron dos o tres problemas, como siempre sucede. Uno ha sido el de tratar de no hacerla demasiado técnica, detallada o caer en una historia un poco aburrida. El otro, más importante quizá, consistía en que conforme yo pensaba, y así ha sucedido por suerte, hay en esta audiencia muchos concurrentes que saben del Fondo más que yo, y atento a que estas personas presentes han tenido más experiencia, y han estudiado más el tema, he tratado al preparar estas notas de poner más acento en lo que sería mi ventaja comparativa. Mi ventaja comparativa es reciente. He estado dos años en el Directorio del Fondo, donde tuve el honor y el placer de representar a la Argentina, a Chile, al Uruguay en los años 91 y 92, donde se tomaron decisiones muy importantes.

Todos los años son importantes cuando uno los vive bien, dijo Borges alguna vez, pero creo que estos fueron particularmente importantes porque se sucedieron inmediatamente después de un acontecimiento como la caída del Muro de Berlín, que marcó una etapa en la historia del mundo, provocando en el Fondo Monetario un examen detenido de estos acontecimientos. Una ayuda a los países que salían de esta "trágica utopía", como dijo el Papa en una muy feliz expresión, obligó a un reexamen en los organismos internacionales, porque estos organismos nacidos en Bretton Woods en 1944 (o sea que se van a cumplir 50 años) tenían vocación de universalidad, pero inmediatamente de la guerra fría, la decisión de Stalin de no continuar dentro del Banco y del Fondo y el seguimiento por otros países de esa decisión, hicieron que estas instituciones no fueran universales. Hoy sí lo son.

* Alejandro Végh Villegas nació el 17 de octubre de 1928. Se graduó como ingeniero industrial por la Universidad de la República del Uruguay, y fue candidato a doctorado en Economía Política en la Universidad de Harvard. Fue asesor de la CEPAL, del gobierno brasileño, y consultor del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en el "Programa de la Cuenca del Plata". Dirigió la Oficina de Planeamiento y Presupuesto del Uruguay y fue dos veces ministro de Economía y Finanzas. (Ver *El análisis del ministro*, en *Búsqueda*, abril 1976, N° 46, p. 10-16; *El secreto de Végh Villegas*, en *Búsqueda*, julio 1976, N° 49, p. 6-9.) Promovió la apertura económica y la liberalización de la economía uruguaya, con una serie de medidas trascendentes para la historia económica del Uruguay. Desde 1990 hasta 1992, Alejandro Vegh Villegas fue director titular del Fondo Monetario Internacional. Expuso esta experiencia enriquecedora en una conferencia que dictó en Buenos Aires el 20 de agosto de 1993, con ocasión de los cincuenta años del Fondo Monetario Internacional. (*Foro de Estudios Financieros, Conferencia Anual, Prólogo a la 9ª Convención de Bancos Privados Nacionales, Buenos Aires.*) Por tratarse de un tema de suma actualidad, se considera pertinente su publicación en esta revista.



De esta forma, dividiré mi exposición en tres partes. Primero efectuaré una sinopsis de la situación de la institución, con sus logros y problemas actuales, tal como los veo debido a esa ventaja de haberlos vivido en los últimos tiempos. La segunda parte será analizar la incorporación al Fondo de los países ex-socialistas y el rol del organismo en este período de transición del socialismo al capitalismo liberal, que muchos pensábamos que no íbamos a ver, y que por suerte se está realizando con bastante éxito. La tercera y última parte examinará el colapso de las paridades fijas dentro del sistema monetario europeo que tuvo lugar el pasado viernes treinta de julio y el fin de semana siguiente, y trataré de transmitirles a ustedes cómo percibí estas turbulencias, qué comentarios hubo en el Directorio del Fondo y hasta qué punto lo sucedido el 30 de julio fue una sorpresa para algunos o para todos.

Comencemos entonces por lo primero. El Fondo Monetario, como ustedes saben, es una mezcla bastante curiosa de institución cooperativa y sociedad anónima. A cada país se le fija una cuota y es el tamaño de esa cuota la que determina la participación del país respectivo, su poder de voto en la Asamblea de Gobernadores y en el Directorio Ejecutivo, su eventual acceso al crédito y otras condiciones de participación del organismo. La suma de las cuotas en este momento es de 200 mil millones de dólares. Formalmente la cifra está establecida en derechos especiales de giro. Es esa una unidad esotérica y me parece más cómodo para todos trabajar con dólares porque nadie ha visto nunca un DEG. Recientemente se han enmendado los estatutos con diversos objetivos muy menores y acotados. Uno de ellos para reconocer el mayor peso económico y político de Alemania y Japón, con respecto al momento en que ingresaron al Fondo.

En las condiciones actuales, el poder de voto de Estados Unidos, equivalente a su cuota como porcentaje de la cuota total, es de 18,5%; el de Alemania y Japón, 6% respectivamente, y el de Francia y el Reino Unido, que han sido devaluados en su cuota con respecto a su posición anterior, 5%; o sea, que entre estos cinco países tenemos el 40% de las cuotas y del poder de voto.

Como muchos de ustedes saben porque han sido directores del Fondo o han estado allí, muy pocas veces se vota, pero cuando se vota, se vota en serio y esto constituye un acontecimiento de importancia. Yo diría que en mi experiencia en estos dos años que corresponden, más o menos, a ciento sesenta sesiones de directorio –dos sesiones semanales promedio, hay semanas de una, hay semanas de tres y cada una de ellas con tres o cuatro puntos en la agenda-, yo solamente recuerdo no más de una docena de votaciones. Aunque raras, ellas suceden y suceden en temas importantes, a veces en temas triviales pero que dividen a las opiniones. En algunas oportunidades, por cuestiones personales de los directores o por instrucciones expresas de sus mandantes. De esa docena de votaciones de los años 91 y 92, recuerdo como una de las más interesantes y más reñidas (creo que se decidió algo así como 52 a 48%), la referida a la creación dentro del Fondo Monetario de una Unidad sobre Medio Ambiente, y creo que es revelador del tipo de polémicas que se provocan en estos organismos y, en particular, de la necesidad política que perciben algunos en el Fondo, el actual Director Gerente, por ejemplo, el señor Camdessus, de adecuarse a los nuevos tiempos. Esto genera resistencia en otros directores, entre los cuales yo me contaba y en gran parte del staff, sobre todo los más veteranos.

Ustedes saben que la política en este momento exige estar muy involucrado en el medio ambiente, y entonces el señor Camdessus, el director americano, el director francés y algunos otros, pero sobre todo ellos tres, proponían esto. Fueron derrotados estrechamente en la primera instancia, volvieron a insistir porque son muy perseverantes y sacaron algo parecido pero bastante devaluado en intensidad y en cantidad de gente. Pero fue una discusión muy interesante donde todos los europeos y gran parte de los países en desarrollo estuvieron en contra de la posición de los Estados Unidos, de Francia y del Director Gerente.

Al 15 de julio de este año había 178 países miembros, incluyendo Suiza y Rusia. Suiza es la otra novedad importante de incorporación en el año 92. Suiza había estado siempre fuera de estos organismos internacionales, y en un referéndum el pueblo suizo, finalmente, le dio el sí. Yo no sé si el plebiscito se hiciera hoy el voto continuaría siendo afirmativo, porque fue unos meses después de Maastricht y existía la impresión en Suiza de que Europa se iba a transformar en poco menos que un único espacio

político económico y la Confederación Helvética podría quedarse fuera de él. Hoy día, 18 meses después de Maastricht eso parece bastante lejano. Quizá los suizos insistieran en su aislamiento. Ahora ya tienen su director que representa además a algunos países de la ex Unión Soviética.

En el Directorio Ejecutivo hay ahora 24 directores, había antes 22 pero se aumentó el número para insertar al director ruso y al director suizo. Suiza exigía una silla y hubo con ese motivo una negociación bastante tensa en algunos momentos, porque el director de Estados Unidos se oponía a aumentar el número de directores, argumentando que ya había demasiados. Tenía razón, un directorio de 22 personas que trabaja con cierta intensidad es un poco incómodo, aunque la gente es disciplinada y no habla demasiado y en ese caso la silla que yo ocupaba y que ahora ocupa el Dr. Zoccali, el que fue mi alterno y que ahora está representando al grupo, corría peligro porque nuestro poder de voto era de los más débiles. Estábamos al fondo de la lista con 2,3% solamente, del cual la mitad es argentino y la otra mitad de los cinco países restantes. Hubiéramos estado ahí peleando con algún otro grupo, y hubiera sido desagradable pero, por suerte, al fin Estados Unidos claudicó, se dio cuenta que iba a quedar mal con todos y aceptó llevarlo a 24.

La posición de Estados Unidos es razonable: que los países europeos deberían tener menos sillas ya que forman espacio económico de tener directores, y no uno solo, tener dos y no varios como tienen ahora. Pero, bueno, eso será uno de los puntos a tratarse próximamente, y tampoco representa un tema muy esencial que le quite el sueño a nadie.

La responsabilidad principal del Fondo, como ustedes ya saben, es lo que llaman "surveillance", que no es fácil de traducir: supervisión, vigilancia, la consulta anual, las misiones, el artículo cuarto de los estatutos. Para los países que así lo deseen y tengan dificultades de balanza de pagos, el Fondo otorga créditos bajo determinadas condiciones; esta condicionalidad, su diseño y su cumplimiento son uno de los temas más controvertidos de su actividad y han producido sacudones políticos en otro tiempo, fundamentalmente en América Latina.

Es importante hacer notar, para los que están menos familiarizados con la actividad del Fondo, que contra lo que generalmente se supone su actividad crediticia es bastante reducida. Por ejemplo, yo tengo aquí una lista de los acuerdos vigentes con los países miembros al 30 de abril de este año. Tenemos sobre 178 países miembros –creo que falta solamente una república de la ex Unión Soviética, que no recuerdo- 15 acuerdos contingentes o stand-by; 6 acuerdos de facilidades extendidas: Argentina, Hungría, Jamaica, México, Perú y Zimbabwe y dos acuerdos de facilidades estructurales, que son en general para países con muy bajo grado de desarrollo relativo.

El volumen de crédito vigente a junio del 93, crédito "out-standing" como dicen, o sea, dinero que le deben los países miembros al fondo en virtud de los acuerdos contingentes en el presente o en el pasado (algunos acuerdos están vencidos) es de 40 mil millones de dólares, o sea que, frente a comparaciones financieras internacionales, correspondería al tamaño de la cartera de un banco mediano.

De ese total, el 40% corresponde a América Latina, donde la operación más importante corresponde a México, que tiene el 20% del total. 10% la Argentina y, en proporciones menos, algo así como 5%, Chile y Brasil, que si bien no tienen en este momento acuerdos vigentes, deben devolver el dinero prestado en el pasado. En el caso de Chile había problemas porque los funcionarios del Fondo habían planeado la devolución acelerada, cosa que está contemplada en el caso de que haya una cantidad de reservas internacionales muy grande. Chile no ha compartido mucho la idea, sobre todo porque podría disparar cláusulas similares con el acuerdo con los bancos. Como se aprecia, los problemas de "condicionalidad cruzada" son bastante incómodos y complejos.

Hay que observar que los gastos de funcionamiento de la institución, que son alrededor de 400 millones de dólares al año para 2 mil agentes, o sea entre salarios, viajes y overhead, cada agente representa un gasto de 200 mil dólares más o menos por año, son pagados por los usuarios de crédito, de manera que la Argentina y México y básicamente América Latina pagan el 40% de la burocracia y sus

viajes. La tasa de cargo por el crédito es, por consiguiente, la suma de tres elementos. En primer término, la tasa de remuneración que se paga al país que aporta los dineros que se utilizan. La moneda es fuerte. Hay una lista de países elegibles que se cambia un poco todos los años. En segundo lugar, los gastos de funcionamiento a que aludí anteriormente, que representan un spread de alrededor de 1%, 400 millones de dólares respecto de la cartera vigente de 40 mil y, en tercer término, un cargo bastante importante, aunque se viene reduciendo un poco, es el cargo por incumplimiento de los países en falencia. En el Fondo, como es una institución cooperativa, por los que no pagan, pagan más los que pagan.

Al 31 de diciembre del 92, había atrasados 4.900 millones de dólares, o sea el 12% de la cartera. Una proporción bastante elevada que preocupa en términos relativos y no tanto absolutos, porque el capital del Fondo no está en juego; en una institución privada sería muy malo pero, de todas maneras, es inquietante que aumente el volumen de los atrasos, cosa que venía sucediendo hasta el año 1991.

En 1993 los atrasos descendieron en 1.000 millones de dólares por la regularización de la situación del Perú, que se venía arrastrando desde que una administración anterior decidió la cesación de pagos en el año 1986. Sudán y Zambia son los principales atrasados.

Pese a esa cantidad tan reducida en el volumen crediticio que mencionaba anteriormente, la importancia del Fondo es, como todos sabemos, muy grande y está dada fundamentalmente por su rol como agente catalítico y auditor de la comunidad financiera internacional. Auditor reconocido de alta calidad para habilitar la concesión de otros créditos, Banco Mundial, BID y Banca Comercial.

Yo no tengo tiempo aquí ni tengo quizá conocimiento suficiente para hablar de este tema, pero tengo que señalar que estos aspectos son aspectos muy complejos. Esta relación catalítica, este rol del Fondo, como auditor y como gatillo disparador de otros créditos mucho más voluminosos que los que él concede; sus relaciones con estos organismos, tanto la Banca Comercial como las otras agencias internacionales han variado bastante, y a veces de un extremo a otro. Recuerdo que había momentos, estoy hablando de los años 1982 y 1983, en que el staff no llevaba al directorio del Fondo un stand-by o un proyecto de acuerdo contingente, a menos que se hubiera terminado, o estuviese a firmar, una negociación con la Banca Comercial acreedora.

Ese criterio tan riguroso se relajó bastante y se pasó casi al otro extremo, donde los bancos, con cierta razón, se quejaban que el staff, y después el directorio, aprobaban acuerdos sin que quedara en claro cómo se iban a pagar, cuál iba a ser el arreglo con la banca comercial, con excepción de alguna vaga promesa de efectuar los mayores esfuerzos. Lo mismo ha sucedido con las relaciones entre los distintos organismos internacionales de crédito. Recordemos el caso argentino durante el año 1988 cuando el Banco Mundial otorgó un crédito a la Argentina cuando el Fondo estaba negándole un stand-by. Esto provocó un "reappraisal" o examen de la relación entre los dos organismos. Ahora las relaciones son buenas. Lo que percibí en mis dos años de actuación es que la coordinación a nivel técnico entre ambos organismos es buena, pero quizás como consecuencia del episodio de la Argentina en 1988 y de algunos otros que conozco menos, se ha pasado a un criterio opuesto, con excesiva condicionalidad cruzada entre los citados organismos. El aspecto negativo radica en que esa condicionalidad no es explícita sino que es implícita, por lo que los países involucrados no saben a qué atenerse. Ello provoca discrecionalidad excesiva, de la que no creo se abuse, pero que resulta incómoda a los funcionarios, provocando atrasos y malas interpretaciones respecto a los desembolsos que cualquiera de los organismos tenga que efectuar.

También sucede que estas situaciones se extienden a la banca privada. Al comienzo de mi gestión asistí a una sesión muy interesante en que los bancos comerciales, celosos del Fondo por su condición de acreedor privilegiado, exigían que los desembolsos fueran paralelos.

También existe, a mi juicio, una mala práctica, que puede crear problemas en la balanza de pagos



cuando no los hay. Por ejemplo, Uruguay. El Uruguay tiene una posición desahogada de balanza de pagos, pero como el Banco Mundial y el BID condicionaban sus créditos a la existencia de acuerdo con el Fondo, hubo que efectuar un acuerdo con el fondo nada más que por ello, y por ese mecanismo un poco implícito existieron dificultades en los desembolsos de los citados organismos en el caso que el fondo no los efectuara. Uruguay aparecía como que tenía necesidad de un acuerdo Stand-by y de dinero externo, cuando en realidad no la tenía.

Por último, en esta materia de rápida sinopsis de la situación del Fondo, quiero llamar la atención sobre algunas cosas. Cambios recientes que ha habido en la organización y personal, y que tienen algunas repercusiones metodológicas en el examen de algunos problemas, como los que me voy a referir, sobre todo en el contexto de los países ex-socialistas.

El departamento quizá más importante del Fondo, que se llama ETR, External and Trade Relations, ha cambiado su nombre por Policy Development and Review, y sigue teniendo un rol crucial en materia de diseño de los acuerdos, la vigilancia de su cumplimiento, las experiencias que se deducen de los incumplimientos, y temas muy importantes de análisis como la política comercial y los movimientos en los mercados de capitales, que en los últimos años son tan cruciales, como todos sabemos. El tema monetario y cambiario (en realidad son la misma cosa, son dos caras de la misma moneda y es importante no olvidarse de eso) se lo ha encargado al Central Banking Department que, prácticamente sólo prestaba asistencia técnica a los bancos centrales. Actualmente se llama Monetary and Exchange Affairs Department, y para mí lo más significativo, lo que me da esperanzas en un tema que yo creo que está algo descuidado dentro del Fondo Monetario, es el nombramiento como director adjunto de Manuel Guitian, uno de los hombres más capaces y concededores del Fondo en temas de condicionalidad.

Con la incorporación de los países de Europa Central, de Europa oriental y las quince repúblicas de la ex-Unión Soviética, el viejo departamento europeo se vio desbordado y se han creado dos departamentos: Europa 1 y Europa 2. Una división administrativa que le gustaría al General De Gaulle, que siempre insistió que Europa era una sola, del Atlántico a los Urales. Una vez más, el General tuvo razón. Sigue estando todo el hemisferio Occidental en un solo departamento, que puede ser susceptible de división en una zona América del Norte y Central, y América del Sur. Y quiero destacar, por último, dentro del excelente trabajo que realizan todos los departamentos del Fondo y de la altísima calidad de la organización, que el único aspecto que a mí me preocupa es la expansión cuantitativa. No hace muchos años tenía menos de 1.000 funcionarios y ahora está en 2.000, y la tendencia es creciente. Mi temor es que pase un poco como en Banco Mundial durante anteriores administraciones, y eso afecta la calidad de los servicios. El control de los altos funcionarios y la unidad de la política es muy difícil mantenerla con dos mil, tres mil personas, ni hablemos de seis o siete.

Paso al segundo capítulo, unas breves reflexiones sobre Europa Central, Oriental y de las Repúblicas resultantes de la desintegración del Imperio Soviético, incluyendo los tres países Bálticos. Yo diría que del análisis de estas experiencias, que fue muy intenso porque era rara la semana que no había algo que ver con alguna de estas naciones, puede concluirse que la intervención del Fondo fue exitosa. Fundo esta afirmación que dada la magnitud de la tarea a desarrollar, la falta de experiencia de muchos de estos países con el régimen capitalista y los problemas tremendos de esta nueva ciencia de la transición que se está escribiendo, no ha habido fracasos de significación. Hay casos con más dificultades, frente a éxitos ya notorios que es más fácil de advertir, por ejemplo, el Big Bang polaco de enero del 90 con Mazowiecki de Primer Ministro y Balcerowicz de ministro de Hacienda es un claro caso de éxito, pese a la audacia de lo que fue lanzado. El trabajo de Vaclav Klaus en lo que era Checoslovaquia y hoy es la República Checa es también realmente notable. Probablemente si yo tuviera que destacar una persona que a mí me ha impresionado en estos dos años es Vaclav Klaus, que en sus discusiones con el personal del Fondo se lo acusaba de tímido, timorato, medio socialista, pese a que Klaus era el más intransigente, y los hechos le dieron la razón. Hungría es otro caso de un éxito que se explica por otras razones, porque Hungría ya había empezado su transición. Se puede decir que es una experiencia gradualista en cierto modo. Intensificó mucho la conversión después

de la caída del muro. Las condiciones iniciales son bastantes distintas. El panorama presupuestal en Polonia era caótico; en Checoslovaquia el comunismo stalinista dejó las cuentas bien arregladas y eso Klaus lo aprovechó bien, mientras que Rumania y Bulgaria son puntos de partida muy flojos, en condiciones estructurales muy malas. Estos últimos son los casos de los que se podía hablar, sino de fracaso, de dificultades que por momentos aparecen como insuperables, pero estoy seguro que se van a superar.

En Rusia, el Big Bang equivalente al de enero del 90 en Polonia, se hizo en enero del 92, ya con Yeltsin y la amenaza del golpe de estado, y el partido comunista disuelto, etc. y no resultó, como muchos esperaban, en una derrota y una gran impopularidad de Yeltsin, pese a que no son medidas populares y ofrecen una gran incertidumbre para los grupos de menores ingresos. Sin embargo Yeltsin, contra todo lo que esperaban muchos, incluso el Fondo Monetario, obtuvo un resultado favorable en el referéndum del 25 de abril del 93. Hay, con todo, puntos claramente insatisfactorios y yo quiero señalarlo porque tiene que ver con lo que mencionaba anteriormente sobre Manuel Guitian y el nuevo departamento de asuntos monetarios y cambiarios. Los puntos más débiles, y creo que aquí si puedo hablar de consenso de staff y del directorio, en estos países ex – socialistas son la política monetaria y financiera, y la sobrevivencia de empresas y bancos estatales funcionando en condiciones precarias y subsidiados. Este es un problema muy grave dentro de este capítulo, que ha sido estudiado por Guillermo Calvo, por ejemplo, y por Moshin Khan. Es el de los atrasos de pagos entre empresas que, prácticamente, acumulan magnitudes tales que hacen absolutamente imprescindible, en un momento dado, un “Buy – Out”, que implica una expansión monetaria al borde de la hiperinflación.

En materia monetaria y cambiaria, yo realmente no me explico por qué dentro del Fondo se hizo un esfuerzo tan grande, por ejemplo, en el área del rublo, para crear una área monetaria basada en el rublo, cuando era evidente que por bien que le fuera a Yeltsin y a Rusia el rublo iba a ser una moneda sin valor a muy breve plazo dadas las condiciones que existían, incluyendo la personalidad de la gente que estaba y sigue manejando el Banco Central en Rusia. A mí me parece que hay que aguzar la imaginación. Hay que ser más imaginativo, más audaz e ir a soluciones que impliquen alejarse de la idea de tener una moneda propia al estilo de la bandera o el himno como si fuera cosa obligatoria. Yo creo que para muchos de estos países de la ex Unión Soviética le hubiera sido más conveniente adoptar el deutsche mark desde el principio como la moneda, o el dólar o anclar con el deutsche mark en un estilo caja de conversión como se ha efectuado aquí en la Argentina. Algunos de los países bálticos han hecho eso. Me parece mucho más sano que empezar a organizar Bancos Centrales y, sobre todo coordinar entre Bancos Centrales y crear una especie de reserva federal en un panorama caótico.

El tercer tema es de mucha actualidad y tiene también que ver con la historia del Fondo porque en realidad el Fondo nació en Bretton Woods, y el mundo de Bretton Woods desapareció y uno se pregunta qué sentido tiene la sobrevivencia del Fondo sin Bretton Woods, sin paridades fijas después de una flotación generalizada como resultó de las medidas del 15 de agosto del 71 y que se formalizó en marzo del 73. Esto viene a lo que decía José Carlos Jaime ¿podemos imaginar el mundo sin el Fondo Monetario? Bueno, antes del año 44 el mundo funcionaba, no podemos decir que no funcionaba bien, y tampoco hay motivos para suponer que funcionó mucho mejor después. De manera que yo diría en contestación a la pregunta, que yo me imagino sin mucho esfuerzo el mundo sin el Fondo Monetario, lo cual no quiere decir que esté proponiendo la disolución del Fondo Monetario. Yo creo que cumple un rol un muy grande, pero no tenemos que exagerar la magnitud del rol que cumple como para no concebir un mundo sin el Fondo.

Es importante lo que menciono como viernes negro, el 30.7.93, cuando prácticamente el sistema monetario murió, pues lo más extraño para mí no es su muerte, sino que haya durado 14 años. Que haya durado tanto, porque las paridades fijas son cosas que van a durar un tiempo. Es muy difícil que duren mucho tiempo por las condiciones de convergencias que tienen que darse en la política económica de los países. De manera que a mí me parece que ha sido una experiencia exitosa; lo que pasa que había sido tan exitosa que ya se había transformado en una cosa intocable. Yo me acuerdo cuando se hizo el “post mortem” de los acontecimientos de setiembre en la sesión de directorio



que cada dos meses se efectúa examinando los acontecimientos cambiarios mundiales. La reunión se hizo a principios de noviembre, pero en esa sesión el director de España Ángel Torres, dijo una cosa muy cierta, con gran sentido común, esas cosas que son sencillas pero que son verdades que no se olvidan. Dijo: "Bueno, lo que pasa que en Europa nos habíamos olvidado que el Sistema de Exchange Rate Mechanism era un sistema de paridades fijas pero ajustable, y pensamos que eran paridades eternas, que no se podían ajustar y que tenían que durar hasta que hiciéramos la moneda única prevista en el Tratado de Maastricht y eso es un poco la decepción que hay, porque se mostro su inviabilidad." Y, realmente, aunque ese fin de semana de agosto los ministros y los gobernadores trataron de salvar la cara, es evidente que el sistema como tal ya no está más, porque una banda de flotación, con una oscilación del 30% se parece bastante a una flotación pura.

En este sentido, yo tengo algo que decirles, porque tengo una posición intermedia. No soy ni un "fixer" ni un "floater" y he cambiado de opinión varias veces. A veces cambio dentro de la misma semana. Comencé siendo un "floater", después me acostumbre bastante a ser un "fixer" en el directorio del Fondo, aunque no intervenía en estas discusiones, por supuesto, por razones obvias, entre la discusión de los grandes, pero estaba muy cerca de la posición europea sobre todo la alemana y la holandesa, a punto tal que en una visita que hice a la Universidad de Columbia estuve conversando con Bob Mundell, cuya posición, como ustedes saben, es más o menos como la de David Hume, y cuando le conté que yo estaba en más en tren de ser "fixer" me dijo "Alex, you should write a chapter with the title "The autobiography of an ex floater." Bueno, lo que les voy a decir es fruto de alguien que está en contra del patrón oro, de los tipos fijos de cambio, de la disciplina impuesta por eso. Sin embargo yo creo que a lo largo de mis dos años de directorio presencié una permanente, a veces reiterativa, discusión y con elementos personales que llamaba la atención, entre el director norteamericano y el alemán. Los europeos defendiendo el Exchange Rate Mechanism, y Estados Unidos diciendo que no podía funcionar, y mi posición personal en aquel momento, y sigue siendo hoy, era de simpatía con la tesis europea y, en general, yo apoyaba mucho al director alemán que era un hombre del Bundesbank, aunque tengo que reconocer hoy que los hechos han dado la razón a los Estados Unidos.

Cabe destacar la impotencia de los Bancos Centrales en los mercados cambiarios: el monto de las reservas (sin el oro que no es movilizable en un corto plazo) de todos los bancos centrales del mundo es de 0.95 billones de dólares (billones nuestros, doce ceros) y un día hábil de transacciones en los mercados es 1.1, o sea que las reservas no llegan a un día hábil de transacciones. El Banco de Inglaterra en la mañana del 16 de septiembre de 1992, perdió un tercio de sus reservas; el Banco de Francia el 29 de julio de 1993 perdió una buena parte de sus reservas, fracasando en su intento de mantener la paridad y además le debe hoy al Bundesbank una significativa cantidad de marcos.

Por otro lado, este desembolso del Bundesbank en apoyo del franco francés, no se hizo extensivo a la libra británica, porque consideraba que los "fundamentals" del Reino Unido no estaban bien; y por lo tanto no correspondía sostenerla. Esta intervención del Bundesbank, aun realizada con eficacia y con la obvia intención de apoyar al Banco de Inglaterra dentro de la relación franco-alemana, encerraba una contradicción insalvable, un verdadero círculo vicioso. Cuando el Bundesbank adquiere francos para apoyar al Banco de Francia, aumentan los agregados monetarios alemanes, o sea, el M1, M2 y M3. M3 es el principal indicador que tiene en cuenta el Consejo del Bundesbank para su política de tasa de interés; cada vez que aumenta M3 por influjo de la intervención, el problema se pone más serio para el Bundesbank y, por consiguiente, la posibilidad de que suba la tasa de interés es mayor.

El tercer punto es el referido al manejo de la tasa de interés de corto plazo. Naturalmente la de largo plazo la determinan los mercados, y los bancos centrales no tienen efecto sobre ella. Aún la tasa de interés de corto plazo, que tiene efecto sobre el mercado cambiario tiene limitaciones muy serias, fundamentalmente en lo que a credibilidad se refiere. En ese sentido la experiencia de los países nórdicos, Noruega, Suecia y Finlandia, en el año 92 fue bastante mala, porque un nivel exagerado en la tasa nominal puede ser tomado, y es tomado en la práctica por el mercado, como un signo de pánico y, por consiguiente, resultan mayores ventas de la moneda que está afectada por ese sentimiento.

Las sesiones más tensas, las más difíciles del directorio del Fondo fueron donde se trataron estos temas. Algunos de los países, Estados Unidos por ejemplo, dijo que Alemania no solamente hacía imposible con su política manejar eficazmente un sistema que tenía contradicciones internas insalvables, sino que, además, exportaba a toda Europa su política monetaria y su déficit fiscal. Según esta afirmación, exportaba su política monetaria porque evidentemente la tasa de interés alemana establece un piso para las otras tasas, porque las otras monedas son, en principio, más débiles que el marco. Aunque Francia tenga mejor panorama fiscal o menor déficit, menor inflación que Alemania como tenía en ese momento, la experiencia del mercado es que la moneda considerada como más sólida es el marco alemán. Por consiguiente, la tasa de interés de corto plazo del marco alemán fija un piso a todas las tasas de interés de la zona y hay una contaminación, por así decir, respecto a su suba. Esto afecta el déficit fiscal, sobre todo el de aquellos países con muy alta deuda. Italia es el caso más explícito porque su deuda representa un 120% del producto. Cada punto de aumento de la tasa de corto plazo le desequilibra más el presupuesto, que ya es sombrío.

Dicho esto y en modo de conclusión como decía antes, reitero que no debemos exagerar el rol del FMI. Es un organismo, creo yo, altamente beneficioso, sobre todo para países medianos y pequeños, que cada vez están tomando más en cuenta las recomendaciones del Fondo. Estas recomendaciones no son caprichos sádicos de gente dedicada a explotar el subdesarrollo, sino simplemente cosas sensatas y necesarias para mantener la validez de una política y beneficiar a todos, sobre todo a los grupos de menores ingresos. Ahora los grandes países, en general, ignoran las recomendaciones del Fondo y le dan prioridad a sus problemas internos frente a problemas internacionales. Los casos claros son el déficit fiscal en los Estados Unidos y este fenómeno de la tasa de interés y de la política monetaria en Alemania, donde Alemania, el Bundesbank en particular, siguen su propio camino aun a riesgo de destrozar la Comunidad Europea, y sobre todo las metas de Maastricht y el plan Delors.

También hay que decir, en defensa del Bundesbank, y yo quiero subrayar este argumento, que hay algunos aspectos en favor de este episodio de la política tradicional del Bundesbank. En primer término, el problema alemán es un problema histórico. Es el problema de la reunificación. Es nada menos y nada más que rehacer lo que hizo Bismarck 120 años antes. Lo que hizo Bismarck entre 1862 y 1871; es una tarea gigantesca y uno comprende que hagan excepciones y tengan problemas pese a su notoria eficacia. Además el Bundesbank, en particular ya dentro de Alemania, tiene que compensar por la medida demagógica del gobierno federal, del cambio uno por uno con la moneda del Este, que explica buena parte de este costo imprevisto que están teniendo. Pero además aquí yo encuentro una cierta falta de lógica francesa en el razonamiento del gobierno francés. Es muy importante que si uno va a tener un sistema monetario donde haya un ancla reconocida por todos, y los franceses han reconocido que el ancla es el deutsche mark, es crucial que dicha moneda sea reconocida como estable, porque si todas las demás van a estar asociadas a ella es obvio que la estabilidad del ancla es fundamental. De manera que yo ahí veo una cierta contradicción que es muy raro encontrar en estos excelentes gobernantes y lógicos polemistas que son los franceses. Quizá esto explique un poco la discrepancia esencial que yo encontré en el Bundesbank cuando me parecía que los franceses estaban saliendo del problema. Salieron de septiembre del 92. Vinieron las elecciones. Balladur ya estaba instalando su gabinete. Yo pasé por el Bundesbank en Frankfurt, después de la reunión de Hamburgo del BID y estuve con un señor que había sido Director del FMI. Éste, que discutía con el americano, ya estaba de vuelta como el jefe del departamento internacional del Bundesbank y cuando yo le dije "estarán contentos con los acontecimientos políticos en Francia, quiere decir que Frankfurt va", y me dijo "no, no creo. Va a haber problemas, yo no sé cómo va a terminar esta historia." Eso me lo dijo a principios de abril y la historia no terminó bien, pero tampoco es una tragedia. Muchas gracias.

Preguntas y respuestas

Tras la presentación de la conferencia hubo un periodo de preguntas.

Roberto Alemann: Respecto al último punto: en el fondo lo que sucedió es que no reptaron más la bandas del 2.5 o arriba o debajo de la referencia, pero los términos de referencia quedaron iguales y en los hechos las cotizaciones están en torno a eso. No han variado gran cosa, de manera que en el fondo no pasó nada.

Alejandro Vech Villegas: Quizá no pasó mucho, pero pasó algo bastante importante: removieron la tensión que creaban esos límites tan estrechos. Y esos estrechos no eran estrechos arbitrariamente. Se quería darle esa paridad; aproximarse lo más posible a la paridad fija. Yo creo que si bien las consecuencias prácticas no son muy grandes, y creo que la política, por ejemplo, en materia de baja de la tasa de interés ha sido muy prudente en Francia y las cotizaciones no oscilan mucho, salvo para países que necesiten un gran ajuste en su competitividad. Pero parece que el fracaso de esta experiencia que llevaba ya 14 años, que fue defendida políticamente por el gobierno inglés, por el francés y por la mayoría, hasta que tuvieron que ceder ante el mercado, demuestra que hay que abandonarla. Si uno quiere realmente evitar que el problema de que el cambio cambie, tiene que ir a la moneda única o sea en realidad hoy se abre una especie de encrucijada entre los dos extremos, la moneda única (Maastricht llevado al extremo) o la flotación pura de Milton Friedman. Las cosas en el medio no funcionaron muy bien, aunque algunas por un tiempo como el Currency Board y otros que se parecen más a la moneda única pero siempre tienen la incertidumbre de que no son una moneda única y, por consiguiente, la posibilidad de cambiar hace que un día cambien. Y ese era, yo creo, el argumento central. Yo estoy traduciendo y ampliando un poco el argumento del director español en el post mortem del 16 de septiembre del 92.

Ricardo Arriazu: Hay un viejo dicho en diplomacia que cuando hay un conflicto ente dos países chicos aparece Naciones Unidas y desaparece el conflicto. Cuando hay conflicto entre un país grande y un país chico, aparece Naciones Unidas y desaparece el país chico, y cuando hay un conflicto entre dos países grandes aparece Naciones Unidas y desaparece Naciones Unidas. Yo creo que viendo la historia del Fondo, el Fondo fue creado como el foro de discusión de los países grandes, hasta que se puso en el medio de la discusión entre Europa y Estados Unidos en el año 71, y eso le costó no solamente la cabeza a Pierre Schweitzer sino que le costó también al Fondo el rol de ser el foro de los países grandes y pasó a ser un simple auditor como usted estaba diciendo. Sin embargo, en estos momentos –y usted lo acaba de describir en la última parte de su presentación– se están reproduciendo exactamente las circunstancias que dieron origen a la creación del Fondo.

Si uno examina la década del 30, se observa que desde el gran colapso mundial, se comenzó con las devaluaciones que podían denominarse competitivas. Después fueron a la flotación. Después fueron al control de los movimientos de capitales y después, finalmente el mundo fue al aislamiento, y el Fondo está justamente creado para hacer exactamente lo opuesto, es decir, estaba prohibido devaluar sin permiso. Cada país tenía derecho a poner control en los movimientos de capitales. Había paridades fijas justamente para evitar la guerra entre países. Yo tengo la sensación, y esa es la pregunta y perdone la introducción: yo tengo la sensación que todavía no hemos apreciado la terrible importancia de lo que acaba de pasar en el sistema europeo, porque en realidad al sistema europeo cuando se llegó por primera vez a testearlo, es decir que tenía que funcionar en forma colectiva para defender su moneda, el Bundesbank justamente dijo: “No, yo no intervengo” y entonces ningún país, si no tiene respaldo de la moneda, puede tener un sistema de paridades fijas. La pregunta que yo me hago es: ¿no será que ahora vamos a comenzar con un trillón de dólares en transacciones diarias, eligiendo la próxima moneda a la cual vamos a ir a especular, porque se nos ocurrió que sea la próxima moneda la que va a tener problemas y entonces en este sistema de flotación vamos a comenzar a pasar de una moneda a otra, reproduciendo exactamente la década del 30?

Alejandro Vegh Villegas: Empezando por el final, a mí me parece que con flotación, uno de los elementos de combate o, digamos, del ataque de los especuladores, que es un término que a mí no me gusta pero es lo que dicen los periodistas, desaparece la garantía de que en cierto modo uno puede perder a corto plazo y tiene algo que ganar. Es bastante atractiva, desaparece con la flotación pura o con bandas tan anchas como ésta. Eso por un lado, pero yendo al problema de fondo que usted plantea, creo que el peligro existe. Me parece que los obstáculos son formidables. El director español en ese post-mortem al que aludí antes, mencionó también el problema del movimiento de capitales como el elemento que había quitado una variable de control al gobierno. El otro día, el señor Balladur se quejó de los movimientos de capitales. A mí me parece difícil que se piense en este momento en dar marcha atrás en el movimiento de capitales en el mundo en general, y en Europa en particular. Me parece un retroceso tan grande pensar en esos términos, lo mismo que sería técnicamente imposible o tremendamente difícil y costoso. Incluso, como decía, yo creo que en realidad nos vamos a seguir moviendo pese a estas cosas tácticas o mecánicas, nos vamos a seguir moviendo en un sentido distinto a lo que sería el control de capitales, por lo que decía Samuel Brittan en un artículo en el Financial Times hace unos meses. En realidad, el propio concepto de pagos y el concepto de residente de un país están perdiendo validez. De manera que yo creo que eso es irreversible. Los diseñadores de nuevas mecánicas monetarias y cambiarias van a tener que reconocer esta realidad, porque volver al control de cambios y de movimientos de capitales sería la diferencia más grande que yo vería con el caso del momento en que se encaró la creación del Fondo en Bretton Woods para evitar lo que había pasado en la primera postguerra. A mí me parece que esa diferencia de por sí ya establece un tratamiento distinto. Ahora ¿Cuál va a ser el nuevo tratamiento?; no sé. Las condiciones son distintas y diversas las soluciones, la verdad es que han fallado hasta ahora.

Armando Ribas: Decía Oscar Wilde que la mejor forma de evitar una tentación era cayendo en ella. Los problemas a los que tu hiciste referencia en cuanto a las perturbaciones en los mercados cambiarios se originan en el incremento de gasto público en todos los países industriales y el consecuente, si se quiere, déficit que tiene, inclusive Alemania. Es decir culpar a Alemania por el problema del Bundesbank me parece que es como dijo el Times en su última tapa, dijo "It is more than money" y yo estoy de acuerdo y no sé si tú estás de acuerdo que "It is more than money". Es decir que el problema está en que había que criticarlo entonces por haber comprado Alemania Oriental, por haber hecho mal lo que hizo en Alemania Oriental y todos los intentos que se han hecho, hasta ahora por lo menos, de corregir con esquemas monetarios o cambiarios los desastres que se hacen en materia fiscal, que siempre terminan con los mismo problemas. No creo que estamos en la situación de la década del 30, a pesar de que los argumentos que dijo Ricardo Arriazu me parecen reales. Creo que en la década del 30 la deuda externa que ahora tienen los países en desarrollo era equivalente a las deudas de los países industrializados que finalmente no se pagaron.

Alejandro Vegh Villegas: Yo en realidad hago un mea culpa. Debería haber mencionado el panorama fiscal, por cierto. Lo di como un panorama de la realidad que todos ustedes conocen pero es el dato más importante. Podemos jugar alrededor de los temas monetarios o cambiarios, pero el corazón del tema es el fiscal y creo que el Fondo ha hecho ahí un aporte de persuasión a lo largo de muchos años y el drama de hoy es que los países industrializados, los países grandes o como le llamemos, no están haciendo lo que a nosotros nos han predicado durante muchos años y nosotros lo estamos haciendo. El 20 de septiembre de 1993, el ministro alemán Theo Waigel, en la reunión del Comité Interino – reunión en la que todo el mundo estaba esperando qué decía Lamont, el ministro inglés, y otros ministros – tuvo a su cargo el discurso más interesante. Muy breve, muy bien dicho, expresó: "yo creo que es hora, señores, ministros y colegas que nuestros países adopten las políticas que les hemos enseñado a los países subdesarrollados durante décadas", y realmente fue lo más sensato que yo escuché porque ver las cifras fiscales de Alemania, de Italia, de Inglaterra que está con 7% de déficit fiscal, cuando llegó a tener un superávit de 4% hace muchos años, con la señora Thatcher y con Nigel Lawson, y del déficit americano, ni hablemos. Los únicos países que se manejan razonablemente bien en este momento son Japón y Francia, y el déficit francés es más grande del que parecía hace algunos meses, ya que aparece más próximo a 3%. De todas maneras es mejor que los otros y, obviamente, yo voy un poco a ese desencanto de un convenio a fixer como creía Bob Mundell, que



ahora advierte que la cosa es bastante difícil y yo creo que la clave está en lo que tu decías, es decir, si no hay disciplina fiscal tanto el patrón oro como otros mecanismos más modernos, son inviables, y la triste realidad del mundo, aún de países muy bien organizados y todo, es que parece que es prácticamente imposible mantener la disciplina fiscal y el equilibrio por muchos años.

Así que yo creo que estamos de acuerdo y me parece muy oportuna tu precisión para llenar ese vacío.

Enrique Folcini: En la exposición surge claramente una idea de que para los países del Este puede ser más útil una moneda a la cual se puedan adaptar en forma definitiva y no recuperar una moneda muy manoseada como el caso del rublo, etc. Por otro lado usted vuelve a respetar las flotaciones, en alguna medida es una duda que todos tenemos bastante arraigada... Pero usted tiene una gran virtud, usted es uruguayo y es argentino a la vez y los dos países hemos tenido una fuerte dolarización. ¿Cómo ve usted este tema de la dolarización que es reciente en el caso argentino todavía hoy?

Alejandro Vegh Villegas: Yo creo que el fenómeno es muy interesante. Hace poco publiqué un artículo en el semanario uruguayo "Fiscalidad y Moneda" defendiendo la dolarización. En el caso uruguayo es casi total. 90% de depósitos bancarios y créditos están en dólares, y digo además que eso no es solamente bueno porque permite tener una moneda confiable sino porque es una reforma monetaria que la hizo el público. Aunque debe reconocerse que aprovechó facilidades que le dio el gobierno. En particular una ley del 76 que yo tuve el placer de firmar como Ministro de Hacienda que eliminaba el curso forzoso. Es decir, hacía exigible las obligaciones en cualquier moneda. O sea, yo voy a un juez en Montevideo y le exijo al deudor que me pague en marcos o dólares o en rublos, y me tiene que entregar esa moneda. No me puede entregar pesos del tipo de cambio tal, ni nada parecido. Hoy día esa dolarización, que está casi completada aunque hay un 10% que falla, pero de todas maneras tiene efectos fiscales de disciplina muy importantes, ya que el impuesto inflacionario rinde mucho menos. Si el Gobierno Uruguayo quiere hacer uso del impuesto inflacionario le rinde un décimo de lo que le rendía antes porque ya no puede ejercer impuesto inflacionario sobre tenedores en dólares. Todas las operaciones importantes de activos, ventas de activos, se hacen en dólares. Los balances de familias y empresas se hacen en dólares. Bueno, yo creo que aquí la Argentina va por un camino parecido, entiendo que la dolarización está en un 50% o algo así, y a mí me parece que fortalece la confianza en la moneda nacional y la prueba es que cuando el Ministro Cavallo tuvo aquella turbulencia en noviembre, muy acertadamente una de las medidas que tomó, quizás la más importante, fue avanzar en la equivalencia de las dos monedas, en la convertibilidad y con eso calmó el mercado. Así que a mí me parece muy bueno. Mi hijo, por ejemplo que está en el departamento Research del Fondo, junto con Guillermo Calvo y otros, han escrito varios papers sobre el tema. Yo no entiendo algunas ecuaciones de esas porque ya me superan, pero han escrito artículos muy interesantes y también analizando experiencias sobre lo que ellos llaman "currency convertibility", sustitución de moneda, y a mí me parece que si el gobierno no tiene el convencimiento, la audacia, o el coraje político de hacer una conversión total, de eliminar la moneda nacional, el público lo viene haciendo. Lo interesante, por ejemplo, de un documento que vi en el Fondo poco antes de venirme, de uno de estos funcionarios jóvenes, es el efecto de inercia que hay en los países que se han dolarizado mucho; Bolivia es un caso, creo que se han dolarizado altamente como consecuencia de una hiperinflación. Cuando vuelve la estabilidad no vuelven a desdolarizarse. Así que no es reversible el fenómeno y es razonable, porque la gente dice más vale estar en una moneda confiable.

Jorge Avila dice que hay dos monedas. La moneda favorita, la moneda principal que es la moneda extranjera y la moneda residual que es la moneda doméstica. Y la gente no vuelve a la moneda doméstica aunque las condiciones se estabilicen, porque recuerda el fenómeno de desorden hiperinflacionario anterior y la prueba de lo que estoy diciendo no solo son los números de Bolivia y de otros lados que han pasado de una hiperinflación a una bastante buena estabilidad, sino el hecho de que las tasas ex-post de interés, en la moneda doméstica son mucho más elevadas, casi siempre, que las tasas en dólares y sin embargo no es motivo para que la gente pase a pesos.