

## EL INFORME DEL BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS DE BASILEA (LXIII INFORME ANUAL)

---

### INTRODUCCION.

*A* caba de aparecer el Informe Anual del Banco Internacional de Pagos de Basilea. Un Informe que cuenta con una larga tradición, que manifiesta el número que éste alcanza en el año actual: el LXIII. Justamente los años que se cumplen desde la creación del Banco en 1930.

*A lo largo de la dilatada tradición de ese plazo, el Banco de Pagos Internacionales ha ido ganando su prestigio como institución financiera, atribuyendo a sus opiniones un interés indiscutible para conocer la situación de la economía mundial. La autoridad de su actual Director, Alexandre Lamfalussy -uno de los más competentes e informados analistas de los problemas económicos de nuestro tiempo- hace obligada la lectura de la Conclusión del Informe que él suscribe personalmente. Esta Conclusión es, justamente, la que "Cuadernos de Información Económica" ofrece a sus lectores en versión realizada por Ricardo Cortes.*

*El contenido del LXIII Informe del Banco Internacional de Pagos, que precede a su Conclusión, se integra por nueve extensos capítulos en los que se abordan los aspectos fundamentales que configuran la situación económica actual.*

Una exposición que inicia el Capítulo 1, destacando los dos hechos que dominan el presente: la generalizada recesión en Europa y las turbulencias de los mercados de cambios que se han padecido desde el mes de septiembre de 1992. Todos los aspectos favorables de la situación económica actual se registran, por desgracia, fuera de Europa, en la que sólo la comprometida recuperación del Reino Unido, tras una larga recesión, puede conceptuarse como noticia favorable. Fuera de Europa, el hecho positivo más destacado es el comportamiento de la economía estadounidense con tasas de desarrollo estimables, aunque no consolidadas, así como con la mejora del sistema financiero experimentada en 1992-93. Buenas noticias registran, también, las economías latinoamericanas y, especialmente, las del Extremo Oriente, un polo de desarrollo llamativo por su solidez desde hace muchos años.

El Capítulo II se dedica a analizar los rasgos que han dominado la evolución económica de los países industriales y a la orientación de sus políticas presupuestarias. La recesión dominante en los países europeos ha seguido una evolución especialmente adversa y comprometida con una duración excepcionalmente larga. Factor de preocupación importante es la posición en la que se encuentran situados los presupuestos de los distintos países que impide la práctica de una política fiscal estabilizadora que hubiera sido tan importante ante el crecimiento dramático del paro que domina en Europa en la actualidad. La evolución de los mercados de trabajo ocupa un lugar central en este Capítulo pues la rigidez de éstos manifiesta una debilidad importante de Europa.

El Capítulo III presenta la evolución económica de "otros" países: Europa del Este, países en vías de desarrollo y otros países industriales. Un Capítulo que finaliza con un interesante análisis

de los factores que han propiciado, en la etapa 1960-1990, el desarrollo económico: relación inversión-PIB; ritmo de expansión demográfica; tasa de escolarización y nivel de renta por habitante respecto del país frontera del desarrollo (Estados Unidos), una variable ésta que ya destacaban como condicionante del crecimiento de los países rezagados los estudios pioneros de Baumol. Estos factores fundamentales del desarrollo se completan por aquéllos más directamente ligados a las políticas económicas aplicadas en los distintos países: tasa de inflación; participación de los gastos públicos en el PIB y apertura de la economía. Los resultados de ese análisis permiten llegar a tres conclusiones fundamentales: 1ª) La convergencia se ha limitado al grupo de los países de renta elevada, integrados casi en su totalidad por los países industriales. 2ª) En los países de renta intermedia (que engloban gran parte de la región de América Latina) la convergencia ha sido moderada, siendo los factores positivos más destacados la tasa de escolarización y la ratio inversión/PIB. Este grupo se ha resentido en su desarrollo por dos factores: la expansión demográfica y la asignación de recursos, no muy eficiente, influida negativamente por una relación elevada de gasto público/PIB. 3ª) En los países de más baja renta (dominados por África) no se ha registrado convergencia alguna, un resultado en el que ha influido decisivamente su crecimiento demográfico.

Los cambios y pagos internacionales dan su argumento al Capítulo IV. Los hechos más destacados por el Informe son, en primer lugar, la afirmación de la importancia del sector exterior para las economías nacionales y su desarrollo. Las corrientes reales del comercio y las financieras alcanzan hoy una importancia extraordinaria. De ahí que los factores que afectan a los cambios y pagos internacionales desempeñen un papel decisivo en la situación económica actual. Tres hechos negativos han estado y están presentes hoy en los intercambios internacionales: la tormenta registrada en los mercados de cambios, el aumento del paro y la recesión económica que han debilitado los intercambios comerciales y la aparición peligrosa del proteccionismo. Las consecuencias de esos tres hechos sobre el comercio y los intercambios se repasan detenidamente en el Capítulo IV del Informe.

El Capítulo V contiene una exposición detallada de los mercados internacionales de capital, cuyos factores de expansión han residido en la inestabilidad de los cambios que ha impulsado el recurso a instrumentos derivados para cubrir el aumento de los riesgos. Otro factor de expansión ha sido el desarrollo de la Deuda Pública destinada a cubrir los déficit públicos crecientes. Frente a estos acontecimientos favorables a la expansión de los mercados de capitales han existido, también, factores contrarios. Figuran entre éstos: la debilidad de las economías nacionales y la morosidad de los mercados bursátiles.

El Capítulo VI constituye un análisis completo de los aspectos internos y externos de la política monetaria. Se repasan, así, los objetivos de la política monetaria, los mercados monetarios y su situación, la evolución de los tipos de interés, las reacciones de la autoridad monetaria a las crisis de cambios y los problemas que plantea la autonomía del Banco central y sus consecuencias sobre la política monetaria y económica nacional.

Los precios de los activos y la gestión de las dificultades financieras son el tema del Capítulo VII. Cuestiones importantes en el año 92 y en el actual. La variación de los precios en los activos monetarios e inmobiliarios y sus causas se exponen, con detalle, en el Informe al igual que los resultados recientes de la actividad bancaria, cuya debilidad primero y fuerte caída en el último ejercicio han planteado con dramatismo la necesidad de lograr una gestión eficiente de las instituciones financieras y una mejora de las normas que deben favorecerla.

Los mercados de cambios y su crisis, con la identificación de sus causas, se exponen el Capítulo VIII, con especial atención a los mercados europeos, cerrándose el Informe con el Capítulo IX que constituye un relato obligado de las actividades del Banco a lo largo del ejercicio 92-93.

En la Conclusión del Informe, que se ofrece seguidamente, el Director del Banco Internacional de Pagos, Alexandre Lamfalussy, selecciona los problemas que caracterizan a la economía mundial en el momento presente y que se criban del contenido denso de los ocho primeros Capítulos del Informe. Esos problemas elegidos por Lamfalussy son cinco:

\* Los derivados del crecimiento anémico y, lo que es peor, de la recesión vigente en los países industriales y del aumento del paro que domina en Europa. ¿Es posible que la política económica pueda afrontar la corrección de esos graves problemas? Pregunta a la que si no se da una respuesta positiva se estará corriendo el riesgo de abrir la puerta a los peligros de proteccionismo. Ahora bien si esa política económica existe, ¿cuál es su contenido, cuáles sus medidas?. La exposición de esos problemas y las respuestas a esas preguntas constituyen el contenido de la primera parte de la Conclusión.

\* La marcha de los acontecimientos del período 1992-1993 destaca a primer plano problemas de debilidad e insuficiencia de la sanidad de la actividad financiera y la necesidad de resolverlos. ¿Por qué vías, con qué medidas? Tal es la segunda cuestión que trata de responderse en el contenido de la Conclusión del Informe.

\* Los graves problemas de la reconversión de las economías del Este de Europa constituyen el tercero de los temas elegidos por Lamfalussy para dar contenido a la Conclusión. Problemas importantes que se exponen en sus matices y para los que se ofrecen un conjunto de respuestas llenas de interés.

\* Las crisis de los mercados de cambios a partir de septiembre del 92, las enseñanzas de esa experiencia y el futuro de los mercados es el cuarto de los problemas que la Conclusión del Informe del Banco aborda. Su interés deriva de la importancia del problema elegido y del conocimiento y experiencia de Lamfalussy y del Banco Internacional de Pagos en esas cuestiones.

\* El último de los temas que se analiza en la Conclusión es la consoladora novedad del buen comportamiento de las nuevas economías industriales de Extremo Oriente y de las economías de América Latina que han logrado su mejoría basándola en la lucha contra la inflación y en el respeto de los equilibrios de sus economías nacionales, una alternativa largamente pospuesta en el pasado.

La importancia de esos cinco problemas, su precisa definición y las interesantes soluciones ofrecidas por Lamfalussy, legitiman el interés de la lectura de la Conclusión del LXIII Informe que seguidamente se ofrece.

## CONCLUSION.

Las experiencias de 1992 y de principios de 1993 plantean problemas nuevos y ponen de relieve otros anteriores; todos ellos dominarán, sin duda, los debates futuros. En primer lugar, se plantea el problema de saber qué deben y pueden hacer los responsables de la política económica en los países industriales cuando se enfrentan con un crecimiento anémico, que no parece constituir una oscilación normal de la coyuntura dentro de una trayectoria aceptada de crecimiento potencial. Esta cuestión está necesariamente ligada a la más concreta de si existe el riesgo de que el paro aumente con independencia de las fluctuaciones temporales de la actividad económica. Si no puede ofrecerse una respuesta a esta doble preocupación se corre un gran riesgo de que las fuerzas proteccionistas acaben imponiéndose, agravando la situación.

Una segunda cuestión importante para muchos países la constituye la respuesta a la preocupante pregunta: ¿se necesitan nuevos esfuerzos para afianzar la actividad financiera sobre bases más sanas?. La evidencia prueba que la salud del sector financiero depende de los resultados de la economía real y al mismo tiempo los afecta, algo que los recientes acontecimientos prueban hasta la saciedad.

Una tercera cuestión, que se ha hecho mucho más urgente en 1992, se refiere a los consejos y a la ayuda a las economías en transición de Europa Oriental. Hoy se admite, generalmente, que las dificultades son mucho mayores de lo que se creía. Pero, también está claro que los países más avanzados en el proceso de transición han logrado algunos éxitos notables. De hecho quizás algunos de ellos han dejado atrás lo peor. Falta por ver si el nuevo realismo dará rápidamente buenos resultados en los demás.

Una cuarta cuestión, heredada del pasado, es la planteada por los mercados de cambios y, más concretamente, los problemas planteados por la existencia de regímenes cambiarios diferentes en un mundo en que los movimientos de capitales son prácticamente instantáneos. La posibilidad de que los flujos de capitales influyan en los mercados cambiarios ha aumentado de forma extraordinaria en los últimos diez o quince años.

Finalmente, un aspecto fundamental de la presente coyuntura es saber si van a prevalecer los factores que incitan al optimismo: ¿Se mantendrán las bajas tasas de inflación vigentes en muchos países? ¿Podrán continuar las mejoras estructurales y el fuerte crecimiento de muchos países en desarrollo?

## LAS CINCO CUESTIONES DEL 93:

### I

*- ¿Puede mejorarse la situación por la política económica?*

*- ¿Es el aumento del paro fenómeno permanente?*

### II

*El saneamiento de la actividad financiera*

### III

*La transición económica del Este de Europa como problema*

### IV

*Las turbulencias de los mercados cambiarios y sus lecciones*

### V

*¿Se mantendrán los factores que propician el optimismo con el crecimiento estable de los PIR?*

\* \* \*

I

Respecto a la falta de vigor del crecimiento en los países industriales y cómo corregirla no hay duda de que en algunos casos la presente recesión es la más severa en la segunda mitad del siglo XX. Finlandia ha sufrido especialmente al perder su mercado de exportación en la Unión Soviética y a causa de serios problemas de endeudamiento del sector privado. El paro es allí de un 15%; en España e Irlanda es aún mayor. Diversos problemas estructurales han aumentado la debilidad de la coyuntura en Suecia y, en menor medida, también en Australia y en Noruega. En EE.UU., Gran Bretaña y otros países, problemas de endeudamiento y el ciclo de variación de los precios de los activos han prolongado la recesión y han hecho más lenta la recuperación. En los países en que parece que la recesión no ha tocado fondo es conveniente abstenerse de hacer pronósticos sobre su gravedad fundándose en recesiones anteriores.

***La débil coyuntura actual refleja la mayor recesión del siglo actual***

Sin embargo, los hechos no justifican la afirmación de que, lo que está ocurriendo en tantos países, no sea sino una oscilación normal de caída de la coyuntura y no una debilidad duradera de la tendencia del desarrollo de la capacidad productiva. Después de todo, en la mayoría de los casos la presente fase descendente del ciclo sigue a la "recuperación más larga y más vigorosa de la historia reciente, una frase tan utilizada que está presente en el ánimo de todos. Hay más argumentos contra un pesimismo excesivo. La moderación salarial y la reconstitución de los márgenes de beneficio, causa de la prolongación de la recuperación de los años 80, pueden explicar la sorprendente capacidad de resistencia de la inversión productiva de las empresas durante la recesión. En cierto número de países el ahorro familiar ha aumentado notablemente, desde luego agravando a corto plazo el retroceso de la demanda interna pero contribuyendo a crear una base financiera más sana para la recuperación. También parece que se está acelerando la productividad no sólo en la industria sino también en los servicios. La orientación de las políticas nacionales -en fin- hacia una reducción de los déficit presupuestarios, un objetivo que parece confirmado a pesar de la agravación de los déficit durante la recesión, debería influir favorablemente sobre la confianza del sector privado y sobre los tipos de interés a largo plazo.

***La situación actual refleja una caída de la coyuntura, no un cambio permanente de la tendencia de la producción, con factores que invitan al optimismo***

La tendencia al aumento del paro en Europa es más preocupante. Empezó en los años 70 y 80 y ha aumentado en muchos casos a causa del aumento de la población activa debido a un mayor porcentaje de participación en el trabajo y, a veces, a una fuerte inmigración. Las posibilidades de cambiar esta tendencia a largo plazo parecen muy limitadas, incluso aunque la producción aumente y la inflación sea reducida. Los esfuerzos para atenuar la dureza de la competencia en el mercado de trabajo en Europa puede que hayan agravado el paro. A pesar de la notable moderación salarial durante los años 80, apenas si hay señales de que el mercado de trabajo está ganando más flexibilidad. Los ejemplos siguientes, sacados de una larga lista de rigideces, pueden dar una idea de las dificultades con que se enfrentan los responsables de la

***La preocupante tendencia al aumento del paro a largo plazo***

política económica. Con mucha frecuencia los salarios se fijan a niveles que no tienen en cuenta, suficientemente, la productividad. Los impuestos sobre los salarios y otros costes no salariales, pagados por las empresas para financiar diversas prestaciones sociales, representan ya un 50% o más del coste total del trabajo en varios países europeos, perjudicando así la competitividad internacional de las empresas. Las indemnizaciones de despido elevadas, unidas a la débil movilidad de la mano de obra han otorgado a los que disponen de un empleo fijo una influencia desproporcionada o, incluso, prácticamente exclusiva en las negociaciones salariales. Esto se puede constatar en España, donde los salarios reales han continuado aumentando el año pasado a pesar de un estancamiento de la producción y de un aumento del paro.

***La escasa flexibilidad de los mercados de Trabajo. España como ejemplo de la rigidez labora***

Incluso la adopción de medidas no ortodoxas no parece que haya reducido gran cosa la tendencia creciente del paro. Algunos países han recurrido a sistemas de jubilaciones anticipadas o han suavizado los criterios administrativos para conseguir pensiones de invalidez, lo que les ha permitido reducir ligeramente el desempleo. Sin embargo, desgraciadamente y con frecuencia, esas medidas han aumentado el déficit presupuestario y disminuido la producción potencial y, con ella, las posibilidades de empleo a largo plazo. Algunos países han recurrido a sistemas de reparto del trabajo, como el de acortamiento de las horas trabajadas por semana. Sin embargo, su efecto sobre el paro ha sido relativamente moderado en la mayoría de los casos, a causa de la subida de los salarios por hora o de la ganancia de productividad. La flexibilización de horarios ha facilitado el empleo de trabajadores a tiempo parcial en varios países, aunque el aumento de las personas empleadas refleja, en gran parte, una mayor entrada de mujeres en la población activa o que los parados han aceptado un trabajo a tiempo parcial aunque continúen buscando un empleo de plena jornada.

***Las medidas heterodoxas a favor del empleo (jubilaciones anticipadas, ampliación de las condiciones para percibir pensiones de invalidez, acortamiento jornada laboral) producen efectos reducidos a corto y negativos a largo plazo***

Procedimientos flexibles de fijación de salarios, como los vigentes en EE.UU., Japón y Australia, parece que tienen más probabilidades de contener el paro, a pesar de las grandes diferencias institucionales entre esos países. En EE.UU. y en Japón, la mayoría de los salarios se negocian a nivel de empresa o de profesión y gracias a que las remuneraciones responden más a la evolución del mercado -por ejemplo, en el sistema de primas y participación en los beneficios en Japón- estos dos países han podido adaptarse a "shocks" desfavorables y a cambios tecnológicos con un aumento menor del paro o, simplemente, con un paro temporal. En Austria las negociaciones salariales se realizan por sectores pero se coordinan en el cuadro de una política global de rentas en el que las reivindicaciones se subordinan al objetivo general de mantener un tipo de cambio nominal fijo. Sin embargo, tales sistemas no pueden introducirse fácilmente en otros países. Para crear un entorno semejante no basta aplicar medidas específicas en el mercado de trabajo; más bien resulta preciso crear un ambiente de realismo y cooperación y una mayor disposición para utilizar las posibilidades que pueda ofrecer el mercado.

***La flexibilidad en la fijación de salarios y la negociación colectiva ejercen una influencia favorable sobre el empleo***

La lentitud del crecimiento y la subida del paro han hecho surgir inevitablemente el espectro del proteccionismo, sobre todo si van asociadas a una erosión de la productividad. La competencia que sufren los países industriales de Europa Occidental no procede sólo de EE.UU. y Japón. Están apareciendo nuevos competidores en Extremo Oriente -además de los países de industrialización reciente (PIR)- y en Europa Oriental. Evidentemente un aspecto importante de la competitividad depende de la evolución de los tipos reales de cambio. La apreciación real de las monedas europeas y la fuerte depreciación del dólar desde 1985 han afectado intensamente a la competitividad. Evidentemente, distorsiones temporales de los tipos de cambio refuerzan la opinión de que este o ese país es "demasiado competitivo" y tienden a avivar sentimientos proteccionistas. Respecto a la eficacia del proteccionismo, el viejo mito de que una restricción de las importaciones permite reducir el paro no es muy convincente. Desde luego, limitar las importaciones puede mantener a corto plazo empleos en industrias expuestas a la competencia extranjera pero a cambio de pérdidas de empleo en otros sectores. Las restricciones a la importación aumentan inevitablemente los costes internos y, en consecuencia, perjudican a los productores no protegidos frente a la competencia; el aumento resultante de precios disminuye el poder de compra real de las familias. Además, las restricciones provocan represalias: un país encerrado en el círculo vicioso de medidas comerciales de retorsión no haría sino reemplazar empleos bien remunerados en sus sectores de punta por otros mal pagados en los demás.

***La reaparición del proteccionismo, un mito con efectos negativos***

Recientemente ha causado cierta impresión el argumento de que las economías de escala en las industrias de tecnología de punta y sus efectos sobre el resto de la economía pueden justificar restricciones a la importación. Este argumento se parece al de la protección de las industrias nacientes, invocado desde hace tiempo para justificar excepciones a la doctrina del libre cambio. Este argumento subraya, con razón, la necesidad de mostrarse vigilante frente a una utilización eventual de los intercambios comerciales y de prácticas restrictivas por otros países para conseguir ventajas a largo plazo. Pero obtener de esa posibilidad la conclusión de que los intercambios comerciales de los productos de punta deben controlarse estrechamente para impedir que los competidores logren esas ventajas constituye una conclusión que no tiene en cuenta otros argumentos de peso. En primer lugar, el desarrollo de los productos de punta es tan rápido que la estructura de los intercambios comerciales y de la producción evoluciona tan deprisa que el comercio "controlado" no puede seguirla. Además, si se debilitan las disciplinas comerciales que rigen, tradicionalmente, los intercambios, los productores y los consumidores quedan a la merced de grupos de presión internos y desaparece un poderoso factor de crecimiento de la eficacia. En fin, y esto es también muy importante, un comercio "controlado" es inevitablemente un comercio "politizado". Una de las grandes virtudes de los acuerdos del GATT ha sido que, al renunciar los países a los controles directos y al permitir que los aspectos comerciales predominasen en sus relaciones, el comercio internacional experimentó

***La existencia de economías de escala no pueden justificar el proteccionismo***

una expansión considerable en los últimos 40 años. Es de esperar que, en interés de todos, el sistema del GATT podrá no sólo prevalecer sino extenderse y que se podrán resolver rápidamente las cuestiones aún en suspenso en la Ronda de Uruguay.

¿Cuál puede ser el papel de la política macroeconómica -y, en particular, de la regulación de la demanda- para resolver los problemas en los tres campos del crecimiento, el empleo y el libre cambio? Japón se destaca a este respecto, ya que ha aprovechado los períodos de crecimiento vigoroso para eliminar desequilibrios presupuestarios, lo que le ha permitido estimular notablemente su demanda interior. En la mayor parte de los países la falta de flexibilidad presupuestaria -en las situaciones en que sería necesaria- es consecuencia de errores políticos anteriores, amplificadas por el efecto "bola de nieve" del endeudamiento público. En estas circunstancias lo primero *es sanear a medio plazo las finanzas públicas*. Los esfuerzos para conseguirlo, si son creíbles, pueden contribuir a una nueva baja de los tipos de interés a largo plazo o, por lo menos, a impedir que suban al principio de la recuperación. También pueden restaurar la confianza de la opinión pública. En principio, durante un corto período habría que dejar que los estabilizadores automáticos funcionasen, pero sólo si la recesión es grave y si el déficit estructural y el recurso al endeudamiento público no son excesivos. Sería conveniente, también, cambiar la distribución de los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas para *aumentar la inversión pública en infraestructuras y en educación* para fomentar la inversión privada futura. La política monetaria puede jugar un papel útil pero limitado en la regulación de la demanda. Las razones en favor de orientarla al medio plazo siguen siendo válidas. Esto *no excluye que se reduzcan los tipos de interés si la demanda se debilita y no son fuertes las tendencias inflacionistas*. Los ajustes de las paridades y una moderación de las presiones alcistas de salarios en Alemania han permitido que Europa participe en la suavización de las condiciones monetarias que se había iniciado en EE.UU. y en Japón. La experiencia de los países donde este proceso ha comenzado inclina a pensar que se puede avanzar largo trecho por este camino sin reavivar la inflación. Sin embargo, dominar de modo duradero la inflación constituye un reto formidable. Además, como consecuencia de diferencias en las estructuras financieras y en los mecanismos de transmisión monetaria, las posibilidades de recurrir a la política monetaria para estimular la demanda sin desencadenar la inflación varían según los países. La experiencia de las burbujas especulativas de los años 80 y la tendencia de algunos tipos de cambio flotantes a reaccionar con exceso a las reducciones de los tipos de interés son llamamientos a la prudencia que hay que tener en cuenta.

***El papel de la política macroeconómica para resolver los problemas del crecimiento; de la estabilidad y del libre cambio: la importancia de tres decisiones***

\* \* \*



## II

Esto hace que nos preguntemos si no habría que hacer nuevos esfuerzos para asentar la actividad financiera sobre bases más sanas. No hay que olvidar las lecciones del proceso de desregulación financiera, que se ha acelerado en la última década. El informe del año pasado dedicaba un capítulo entero a esta cuestión. Este año el elemento nuevo son las pérdidas que se han extendido a cierto número de bancos en Europa Occidental y, al mismo tiempo, se ha agravado la crisis bancaria en varios países nórdicos. El empeoramiento de esta crisis financiera en Suecia y Finlandia ha mostrado, claramente, que la desregulación debe apoyarse sobre políticas micro y macroeconómicas prudentes y coherentes. Esto exige sobre todo reforzar la vigilancia y la reglamentación prudencial y comprometerse a fondo a luchar contra la inflación, lo que exige, a su vez, un nivel elevado de disciplina presupuestaria. La experiencia de estos países y la anterior de Noruega ha mostrado el riesgo de que, si faltan medidas precautorias apropiadas, paradójicamente, la desreglamentación lleve a intervenciones públicas más frecuentes y más costosas del sector financiero, en vez de lo contrario. Por más que se resistan los gobiernos no tienen más remedio que intervenir si aparece un riesgo de crisis financiera que pueda poner en peligro la economía real. En esos casos, los bancos centrales pueden verse incitados a debilitar su lucha contra la inflación.

Existe la tentación de pensar que el gobierno, utilizando su varita mágica, puede eliminar el coste de las dificultades financieras. Desde luego es posible frustrar los ataques desestabilizadores contra los bancos lanzados por las empresas y los particulares. La reconstitución de los fondos propios de las instituciones afectadas puede evitar severas restricciones del crédito. Las pérdidas pueden ser repartidas ampliamente, atenuando así el impacto financiero sobre ciertas capas de la población. De todos modos no se eliminan los costes reales de la intervención. Inevitablemente, se falsean las condiciones de la competencia en favor de las instituciones más débiles que reciben las ayudas y en contra de las que no las reciben. Por más precauciones que adopte la Administración, existe el riesgo de que las ayudas debiliten la incitación a una conducta prudente en las instituciones que las reciben, con el peligro de que acaben en dificultades mayores. Las cargas que pesan sobre la Hacienda Pública pueden resultar excesivas; lo son ya en algunos casos. En especial, y en presencia de un volumen elevado de exigibilidades externas, pronto se puede llegar al límite de las posibilidades de financiación.

El elevado coste de resolver estas dificultades financieras incita a conceder una mayor importancia a prevenirlas. A pesar de los esfuerzos notables en estos últimos años para preservar la integridad del sistema financiero queda mucho por hacer respecto a la reglamentación y vigilancia prudencial que exigen las nuevas realidades del mercado, tanto a escala nacional como a internacional. Al nivel microprudencial se pueden citar como fundamentales: una vigilancia consolidada, de un

***El saneamiento de la actividad financiera política necesaria***

***Las intervenciones públicas para ayudar a instituciones financieras en dificultad ocasiona costes apreciables***

***La prevención y no la ayuda como alternativa para superar las dificultades de las instituciones financieras***

modo u otro, sobre las estructuras orgánicas complejas; una mayor cooperación entre las diferentes autoridades responsables de esa tarea y la extensión de la cobertura de las normas de fondos propios más allá del riesgo de crédito. Las propuestas del Comité de Basilea sobre control bancario de abril de 1993, que amplían el dispositivo de las normas de fondos propios de modo que cubran los riesgos de mercado y los de tipos de interés son un paso en esta dirección. En lo que respecta a la ligazón entre instituciones y mercados, es preciso que los compartimentos de instrumentos derivados y los sistemas de pago o de compensación operen bajo la protección de salvaguardias apropiadas. Además, para establecer estas líneas de defensa las autoridades deberán atender al necesario equilibrio entre disciplina del mercado e intervención oficial. En este contexto los objetivos clave deben ser limitar el "riesgo subjetivo" y mejorar la publicación de información.

\* \* \*

### III

En lo que respecta a Europa Oriental, sus duros esfuerzos para conseguir la estabilización empiezan a dar fruto pero aún queda mucho camino por recorrer. La puesta en vigor de una economía de mercado requiere modificaciones del paisaje económico, de las instituciones políticas y económicas, en especial las financieras y, también, de la mentalidad de las personas. Este proceso necesariamente lleva tiempo y no puede acelerarse más allá de un límite cierto. La coherencia de las políticas económicas durante ese proceso es esencial, ya que permite a los agentes económicos prever la dirección en que se orientan las reformas. Esa coherencia es difícil de conseguir durante una fase de caída en la producción y aumento del paro, pero la ayuda exterior puede facilitar el logro de esa coherencia. En el caso de Alemania este esfuerzo ha consistido, en parte, en importantes transferencias públicas. En Europa Oriental la asistencia técnica y los préstamos multilaterales han jugado un importante papel en las primeras fases de la reforma. El acceso a los mercados occidentales ha sido, también, esencial. No sólo ha orientado el proceso de reestructuración de las empresas, sino que, también, ha contribuido a limitar la caída de la producción aumentando, así, el apoyo popular a políticas gubernamentales, fundadas en una integración económica y política más completa con Occidente. Las restricciones comerciales impuestas por ciertos países occidentales a las importaciones procedentes de Europa Oriental son, tanto más lamentables, cuanto que existe un excedente comercial bilateral de los países industriales con esta región de unos 6.000 millones de dólares sin contar con la ex-Unión Soviética. Europa Oriental valora esas restricciones como una violación del compromiso occidental de apoyar el proceso de transformación.

***Los problemas de la Europa Oriental distan de haberse resuelto y recaban coherencia de las políticas internas y ayuda internacional***

En la mayor parte de la ex-Unión Soviética, la estabilización macroeconómica brilla por su ausencia. Sólo se conseguirá si las

***Los problemas de la ex-Unión Soviética: la***

repúblicas sucesoras eligen claramente entre la adopción de una moneda propia o la aceptación del banco central ruso como la única autoridad emisora. Las otras condiciones necesarias para una regulación monetaria eficaz son la reducción de los déficit presupuestarios y frenar la expansión del crédito a las empresas deficitarias. Esas políticas tendrán más probabilidades de éxito si se apoyan por un compromiso firme de los países industriales occidentales de suministrar un volumen elevado de recursos y si los países receptores se comprometen a poner en vigor programas apropiados de ajuste. Los ejemplos de Estonia y Letonia incitan al optimismo. El compromiso occidental en favor de la estabilización en Rusia ha tomado formas concretas estos últimos meses. La cuestión ahora es saber si el gobierno ruso es capaz de conseguir y conservar un consenso suficientemente sólido sobre un programa de estabilización, lo cual debe ser condición necesaria para una ayuda duradera por parte de Occidente, independientemente del beneficio que Occidente pueda sacar de ello.

\* \* \*

#### IV

Trataremos ahora de la cuarta cuestión planteada al principio, a saber: el porvenir de las relaciones de cambio; ¿qué enseñanzas se deducen de la turbulencia registrada en los mercados cambiarios occidentales?

La crisis cambiaria del 92 ha estallado por la acción conjunta de varios procesos y circunstancias desfavorables. Dos de ellas -las distorsiones en los tipos de cambio y el elevado nivel de los tipos alemanes de interés a corto plazo- o se han corregido o se van a corregir. Al mismo tiempo, las relaciones de cambio entre 5 monedas han aguantado una dura prueba. Se podría, pues, pensar que la crisis ha acabado. Sin embargo, incluso si esta opinión relativamente optimista pero, en modo alguno carente de base, se confirmara en los próximos meses, sería imprudente desatender a las lecciones que nos ha dado la crisis, tanto a los países europeos que desean mantener tipos de cambio fijos como a los que los tienen flotantes.

La crisis de los mercados de cambio ha demostrado que *la capacidad de los movimientos de capitales privados para influir sobre los tipos de cambio han aumentado espectacularmente en los últimos 10 a 15 años*. Las causas son evidentes. El desmantelamiento de los controles de cambios y, en general, la desregulación han creado un entorno nuevo. La acumulación masiva de créditos y deudas financieras, tanto en el terreno interno como en el internacional, han generado un enorme volumen de fondos que pueden desplazarse rápidamente de una moneda a otra. Un factor suplementario ha sido la aparición de una gestión dinámica de los activos y pasivos, animada por las oleadas sucesivas de innovaciones financieras y de progresos cada vez más rápidos de la informática y de

***falta de estabilidad, la necesidad de moneda propia, el dominio del déficit público y de la ayuda a empresas privadas deficitarias.***

***Las turbulencias cambiarias del 92 y sus enseñanzas***

***La mejor situación actual no debe hacer olvidar las lecciones de la crisis***

***La fuerza incomparable de los movimientos de capital y su liberalización crean un entorno nuevo. Factor añadido: la innovación financiera y los progresos en la comunicación***

las tecnologías de comunicación. Como las fluctuaciones de los tipos de cambio influyen, decisivamente, sobre los rendimientos de las inversiones financieras, los gestores de carteras (de los bancos, fondos de inversión, etc.), tienen que prever las modificaciones eventuales o probables de los tipos de cambio y pueden, contribuir a que sus expectativas se realicen, además, simplemente actuando de acuerdo con sus Previsiones.

Las autoridades no pueden, pues, permitirse ignorar el papel crucial de las previsiones de los mercados. Si desean realizar sus objetivos respecto a tipos de cambio tienen que actuar sobre esas expectativas o, por lo menos, evitar que se produzcan las más desfavorables. La dificultad a este respecto consiste en que, en el mundo transparente actual, las informaciones que poseen los operadores rara vez van con retraso con aquellas con las que cuentan las autoridades. De aquí la importancia de que las actuaciones de las autoridades sean creíbles. La credibilidad, sin embargo, no depende sólo de las intenciones de los responsables de la acción pública ni, incluso, de la eficacia de sus políticas sino, también, de la viabilidad de las políticas mismas.

En la práctica, esto quiere decir que el recurso al instrumento más directo para actuar sobre los mercados cambiarios, esto es, las intervenciones públicas, debe apoyarse sobre modificaciones de los tipos de interés que permitan aumentar, a la vez, el coste de la especulación y manifestar, claramente, una inflexión en la política monetaria. Pero, para que esta política sea eficaz, es preciso que los mercados de capitales se convenzan de que los ajustes de los tipos de interés se mantendrán durante un tiempo suficientemente largo. Para ello no basta que las autoridades estén decididas a conseguir ese objetivo sino, también, que los mercados crean que son capaces de ello. A este respecto, los *datos fundamentales de la economía y la situación política* del país en cuestión juegan un papel decisivo.

¿En qué medida estas consideraciones afectan específicamente al funcionamiento del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo? En primer lugar, si es cierto que los compromisos de mantener el tipo de cambio contribuyen a moderar las tendencias inflacionistas de los gobiernos y agentes económicos (uno de los objetivos de esos compromisos) sólo podrán hacerlo de un modo duradero si los mercados financieros están persuadidos de que se han podido dominar los factores internos responsables de la inflación. Si los mercados no lo creen, impondrán un ajuste de la paridad. Para evitarlo, las autoridades deben identificar esas situaciones y, si es posible, adelantarse al mercado haciendo, antes que él, la realineación necesaria. En segundo lugar, deben evaluar cuidadosamente las ventajas respectivas de un ajuste individual y de una realineación general. Esta última puede ser más aceptable desde el punto de vista político. Pero, a juzgar por la experiencia reciente, la acumulación gradual de múltiples tensiones puede dar lugar a una situación incontrolable bajo la presión de la especulación. En tercer lugar, sin embargo, se deben resistir ataques contra monedas de

***Conocer las previsiones de los mercados y ganar su credibilidad, requisitos para operar con eficacia***

***Los mecanismos de intervención en los cambios pueden recibir ayuda de los movimientos de tipos de interés...***

***... pero la credibilidad de esa intervención es básica***

***Las condiciones del funcionamiento del SME: dominio de los factores de inflación, adelantarse al mercado, elegir la forma de ajuste del tipo de cambio y defenderse de los ataques especulativos sin apoyo en los datos fundamentales de la economía***

países con economías fundamentalmente sanas si sus autoridades están decididas a defenderse. Esta defensa debería incluir, no sólo intervenciones y modificaciones de los tipos de interés, sino también acentuar la naturaleza multilateral de los compromisos de resistir la especulación sobre los tipos de cambio en esas circunstancias.

La evidencia disponible prueba que la combinación de realineaciones más frecuentes en monedas de países cuyos datos fundamentales no son sanos con estabilidad en las paridades de los otros, no va a ser fácil de gestionar, tanto desde el punto de vista técnico como si las realineaciones exigen decisiones políticas. Se podría caer en la tentación de ajustar las paridades demasiado rápidamente, lo que podría debilitar uno de los efectos deseados del compromiso de mantener la paridad, a saber *obligar a los gobiernos y a los agentes económicos a seguir políticas sanas que eviten la inflación*. Además, realineaciones demasiado importantes o demasiado frecuentes pueden perturbar las relaciones de cambio, incluso entre países con una situación económica fundamentalmente sana. Una solución podría ser reforzar los compromisos de cambio de estos países y acelerar su adhesión a la Unión Monetaria. Algunos podrían considerar aceptable esta perspectiva, otros no. Existe, sin embargo, el riesgo de que la alternativa final sea mantener la configuración actual de mecanismos cambiarios diversos por países potencialmente muy inestables, con un sistema de flotación para dos importantes monedas: la libra esterlina y la lira.

***Cuidarse de un ajuste rápido y constante de las paridades***

En todo caso, el aumento espectacular de la movilidad de capitales puede plantear serios problemas a las monedas flotantes. A veces, las fuerzas del mercado -bien es verdad que unidas (con frecuencia) a políticas erróneas- han ocasionado fluctuaciones considerables a medio plazo de los tipos de cambio efectivos reales, unas fluctuaciones que, evidentemente, los han alejado del equilibrio interno y externo, como pudo constatarse no sólo pasado algún tiempo, sino cuando ocurrieron. Estas distorsiones aumentan las incertidumbres de los empresarios y pueden provocar aplazamientos o anulación de inversiones, una mala asignación de los recursos productivos a escala internacional y poderosas presiones proteccionistas. Podrían muy bien aparecer y resultarían particularmente dañosas si afectasen a monedas de países que mantienen estrechas relaciones comerciales. Por ello interesa dominarlas.

***Los efectos negativos de los movimientos de capitales empujados por motivos especulativos***

Sin embargo, el nuevo entorno hace que sea más difícil conseguir ese dominio. Desde luego, es posible atenuar hasta cierto punto la inestabilidad de los mercados cambiarios a muy corto plazo mediante intervenciones practicadas en el momento oportuno y, también, moderar la amplitud de las oscilaciones de los tipos de cambio reales a medio plazo mediante la aplicación de políticas económicas sanas e internacionalmente compatibles.

***El difícil dominio de las fluctuaciones del tipo de cambio***

Como los movimientos en los tipos de cambio reales influyen considerablemente en la economía interna, los países que han dejado flotar su moneda no deben olvidar esa influencia al elaborar su política

***La obligada atención al tipo de cambio, incluso en el caso de***

monetaria y demás estrategias, incluso en el caso de que por ahora no piensen entrar en el Sistema Monetario y abandonar la flotación. Hasta ahora, gracias a circunstancias favorables, se han podido reducir notablemente los tipos de interés a corto plazo. Estos últimos meses parece que los tipos de cambio de las monedas europeas en flotación se han estabilizado (e, incluso, a veces, apreciado) después de una baja inicial, y que las tensiones inflacionistas se han calmado en gran parte. Sin embargo, si una modificación de la opinión de los mercados cambiarios amenaza con producir una depreciación demasiado notable de sus monedas, los países afectados deben continuar evitando la inflación elevando los tipos de interés si fuera preciso. En caso contrario, los avances conseguidos duramente en la lucha contra la inflación pueden perderse con facilidad.

*no formar parte del SME*

Si, en general, se mantiene la vigilancia en materia de inflación y si los agentes económicos se dan plena cuenta de que las autoridades están decididas a ello, las perspectivas globales de contener la inflación en un bajo nivel serán favorables. No hay que olvidar, sin embargo, que la caída de la inflación durante la presente fase de la coyuntura no refleja los efectos excepcionales de una baja de precios u otros factores especiales como ocurría en 1986, sino que son más bien el fruto de varios años de políticas monetarias decididamente anti-inflacionistas. Por ahora, hay pocos indicios de que amenace una nueva aceleración de la inflación en los países que están saliendo de la fase recesiva. Los progresos impresionantes de la productividad registrados en algunos de ellos, quizás como resultado de presiones sobre los costes en un entorno débilmente inflacionista, deberían contener, en el futuro, el aumento de los costes unitarios del trabajo. Evidentemente, la política monetaria continúa siendo la clave del éxito en la lucha contra la inflación y, cómo se ha dicho antes, no es fácil la tarea de las autoridades.

*La contención de la inflación, objetivo de los años 80, conseguido por políticas monetarias restrictivas*

\* \* \*

## V

La experiencia de los países en desarrollo incita al optimismo respecto a los beneficios, resultantes de una reducción del proceso inflacionista. Uno de los factores que ha contribuido al notable crecimiento de las nuevas economías industriales y de otros países de Asia ha sido su moderada inflación. Por el contrario, en la mayoría de los países de América Latina la reorientación de sus políticas hacia la estabilidad ha reducido la inflación, mientras el crecimiento de la producción es más elevado que durante los años 80 y la carga de la deuda se ha aliviado notablemente. Comparada con lo ocurrido en el pasado, esta experiencia reciente muestra que, aunque sea posible estimular durante algún tiempo la producción aumentando la inflación y la deuda exterior, un crecimiento duradero sólo es posible en un entorno con una inflación controlada.

*La caída de la inflación en los países en desarrollo, factor positivo y fundamento de su crecimiento*

Además de una inflación moderada, un ahorro y una inversión suficientes unidos a déficit presupuestarios modestos (o a superávit) y a aumentos importantes de la productividad han caracterizado los resultados impresionantes en materia de crecimiento en los países de industrialización reciente (PIR) y les han permitido compensar el efecto de un aumento más débil de las importaciones de los países industriales. Y, sin embargo, a pesar de un porcentaje del ahorro sobre el PIB del 35% o más, los PIR se encuentran frente al desafío de otros países asiáticos muy competitivos. Por ello, lo mismo que los países desarrollados, en un futuro próximo, su crecimiento puede muy bien hacerse más lento al debilitarse su competitividad. Pero, de todos modos, su experiencia constituye, sin duda, una de las noticias más optimistas de la marcha reciente de la economía mundial. El proceso de desarrollo en los países hasta ahora pobres se extiende de un país a otro en Extremo Oriente y en América Latina. Es de esperar que continúe este proceso de aprendizaje mutuo.