

## LA RECIENTE TURBULENCIA MONETARIA: CAUSAS Y CONSECUENCIAS (\*)

Richard T. SELDEN

Cuando se me pidió un trabajo sobre la reciente turbulencia financiera en Europa, el tema, en un primer momento, no me entusiasmó demasiado. Sospechaba que las tensiones que habían caracterizado a los mercados financieros en septiembre y en noviembre de 1992 remitirían pronto, y que enseguida serían otros los problemas económicos que demandasen nuestra atención.

Y, en efecto, así ha sido. Lo que ahora nos preocupa es la sombría perspectiva de una «guerra comercial» entre la Comunidad Económica Europea y los Estados Unidos. Junto a ello, existe una gran curiosidad en torno a las repercusiones económicas de las últimas elecciones estadounidenses.

De todos modos, mi opinión es que la turbulencia de finales de 1992 sigue siendo un tema de actualidad, y que requiere un debate público bastante mayor que el que hasta ahora se le ha dedicado. Entiéndaseme bien: no temo que las tormentosas jornadas de septiembre y noviembre de 1992 se puedan repetir en el futuro inmediato. Más bien lo que me preocupa —y lo que debería preocuparnos a todos— es la posibilidad de que algunos de los supuestos básicos de la futura integración económica de Europa puedan ser erróneos. Pero antes de llegar a esa cuestión hemos de examinar los factores que ocasionaron las tensiones de finales de 1992.

### DESEQUILIBRIOS EN LAS POLITICAS

En los orígenes de la crisis financiera no hay ningún misterio. Se pueden rastrear directamente hasta las decisiones de gobierno tomadas en Alemania hace dos años, cuando se produjo la reunificación. La unión entre la Alemania del Este y la del Oeste acarrió un aumento muy sustancial del gasto público, sin una correspondiente elevación de los impuestos. Por ello, la política fiscal alemana, cuya resultante macroeconómica global era

aproximadamente neutral en 1989, pasó a ser fuertemente expansiva en los dos ejercicios siguientes. El déficit presupuestario del gobierno central aumentó hasta un 2,5 por 100 del PIB en 1990, y un 4,4 por 100 en 1991.

Independientemente de lo que se piense acerca de la importancia relativa de las políticas fiscal y monetaria como determinantes de la demanda total de bienes y servicios, no cabe duda de que la magnitud de esa perturbación fiscal bastó para desatar en Alemania unas presiones inflacionistas considerables. En efecto, llegado el verano de 1991, la tasa de inflación alemana rebasaba el 4 por 100, cifra que para sí habrían querido muchos países, pero que en Alemania hizo sonar la alarma. Dado que los recortes que era factible aplicar al gasto público no habrían servido de mucho, y que subir los impuestos estaba descartado por razones políticas, a los alemanes sólo les quedaba un medio de sujetar la inflación antes de que se les fuera de las manos: la política monetaria. El Bundesbank recogió el desafío, y a mediados de 1992 había elevado su tipo de descuento en unos 3 puntos porcentuales, hasta el 8,75 por 100.

No sólo habían ido subiendo los tipos de interés —reales y nominales— en Alemania; también habían descendido en muchos otros países, entre ellos Estados Unidos, el Reino Unido, Francia e Italia, a tenor de sus situaciones de recesión o de crecimiento lento. Esa disparidad cada día mayor entre las tendencias de los tipos de interés en Alemania y en otros miembros del Sistema Monetario Europeo (SME) presionó sobre los mercados de divisas, al apresurarse los inversores a sacar provecho de los tipos más altos alemanes. A ellos se unieron los especuladores en divisas, que vieron la ocasión de hacer su agosto cambiando monedas sobrevaloradas del SME, como la libra esterlina y la lira, por el infravalorado marco alemán. Ni qué decir tiene que esos movimientos especulativos no llevaban aparejado el más mínimo de los riesgos, porque realmente no había la menor probabilidad de que el reajuste esperado de los tipos de cambio

del SME arrojara una *revaluación* de las monedas débiles. Como sucede siempre, pues, los especuladores, al ver una jugada de ganancia segura, desempeñaron un papel desestabilizador.

A las tensiones inherentes a un sistema de paridades fijas que coexiste con divergencias en las políticas macroeconómicas y en la tendencia de los tipos de interés entre los miembros del SME, vino a añadirse la incertidumbre en torno al resultado del referéndum francés sobre el tratado de Maastricht, que había de celebrarse el 20 de septiembre. Muchos creían que el rechazo del tratado podría conducir a una revisión radical del SME. La gota que colmó el vaso fue el anuncio hecho por el Bundesbank, el 14 de septiembre, de una reducción de los tipos que para muchos participantes en el mercado era «demasiado pequeña y demasiado tardía».

Y así llegó la crisis, que culminó en la retirada, supuestamente transitoria, de Gran Bretaña e Italia del mecanismo cambiario (MC), y la doble devaluación de la peseta, así como la posterior devaluación del escudo.

## VALORACION DE LOS DAÑOS

La crisis tuvo sus costes. Entre los de menor cuantía hay que contar las pérdidas sufridas por los bancos centrales europeos como precio de sus esfuerzos, en gran medida baldíos, por apuntalar las monedas débiles, pérdidas que algunos sitúan entre 4.000 y 6.000 millones de dólares. Muchas empresas estadounidenses de primera fila, entre ellas IBM, han declarado pérdidas en el tercer trimestre que atribuyen en parte a las fluctuaciones de los cambios.

Pero mucho más importantes que esos percances serían las medidas que los gobiernos se sintieron obligados a adoptar para hacer frente a la crisis. Países que ya antes tenían que luchar contra el estancamiento y el aumento del desempleo endurecieron aún más sus políticas monetarias (o, en el mejor de los casos, retrasaron su suavización), exacerbando con ello los problemas internos. El caso más llamativo fue el de Gran Bretaña, que viene padeciendo una recesión ininterrumpida desde el verano de 1990. A pesar de tener una tasa de desempleo de más del 10 por 100, y una tasa de inflación que ha descendido notablemente en los dos últimos años, el Banco de Inglaterra se sintió obligado a elevar los tipos de interés por dos veces en el «Miércoles Negro», el 16 de septiembre, todo por defender una paridad irreal de la libra con el marco. Un ejemplo más próximo fue la reinstauración en España, el 23 de septiem-

bre, de controles sobre los movimientos internacionales de capital. Es imposible calcular con precisión el coste de esas decisiones políticas, pero podemos estar seguros de que no ha sido desdeñable.

Finalmente, Europa ha soportado un coste en forma de un residuo de incertidumbre que seguramente actuará como amortiguador de la actividad económica durante algún tiempo. Como saben los banqueros mejor que nadie, la confianza, una vez quebrantada, es difícil de restaurar. Y sin confianza no crece el gasto de inversión del sector privado. Hasta qué punto esa pérdida de confianza pueda ser un revés serio es cosa que aún está por dilucidar.

## ¿NO HAY MAL QUE POR BIEN NO VENGA?

A pesar de los daños causados, la tormenta monetaria de finales de 1992 habrá sido, en el fondo, una bendición si anima a los europeos a reconsiderar tanto la lógica —o falta de lógica— del actual SME como la viabilidad de alcanzar una moneda común para 1999.

Pensemos primero en el SME. En su esencia, es el mismo sistema que el Fondo Monetario Internacional presidió de 1946 a 1971. Bajo aquel régimen de «tipos fijos ajustables», casi todos los principales países del mundo establecían la paridad de su moneda con el dólar estadounidense, y sus bancos centrales se comprometían a efectuar las operaciones de apoyo necesarias para mantener los tipos de cambio del mercado en un nivel próximo a dicha paridad. Cada vez que un miembro del FMI se encontraba en una posición de «desequilibrio fundamental», era libre de ajustar su tipo fijo, una vez consultado el FMI, en un nivel más adecuado.

Hay que reconocer que el sistema de tipos fijos ajustables *funcionó* por espacio de un cuarto de siglo, durante el cual hubo un aumento notable del comercio mundial. Pero se veía aquejado, sobre todo en sus últimos años, por episodios recurrentes de turbulencia muy parecidos al que nosotros hemos vivido recientemente. El problema, entonces como ahora, estriba en que los países participantes se aferran celosamente al control de sus políticas macroeconómicas, a la vez que se resisten a los ajustes de las paridades que las divergencias entre esas políticas lógicamente exigirían. La *dirección* de los ajustes necesarios es evidente para cualquiera que lea el periódico todos los días. Vemos, pues, que un sistema de tipos fijos ajustables, como es el SME, cuando va unido a la libertad de los estados miembros para seguir políticas in-

dependientes, está hecho a la medida de los especuladores. Prácticamente se garantiza que dé lugar a crisis periódicas.

## ¿DE AQUI ADONDE?

Si los sistemas del tipo del SME encierran un fallo fundamental, ¿qué alternativas se le ofrecen a Europa? Sólo dos: proceder con bastante rapidez hacia una moneda única, como se propuso en Maastricht, o hacia tipos flotantes.

La fórmula de una moneda única tiene atractivos evidentes; de inmediato se piensa en el ejemplo estadounidense. Pero incluso en Estados Unidos, donde cada estado por separado realmente no está capacitado para seguir su propia política macroeconómica, encontramos con frecuencia desequilibrios regionales que crean bolsas persistentes de desempleo. Al cabo del tiempo, esos problemas se resuelven gracias a la movilidad de la mano de obra, que sale de las zonas deprimidas, y del capital, que *afluye* a esas zonas. Dada la unidad lingüística y cultural básica de Estados Unidos, la movilidad de los factores es relativamente alta.

Cuando se aplica el modelo estadounidense a Europa, inmediatamente surgen las dudas; *a mí*, al menos, me surgen. Aun contando con que los firmantes de Maastricht estuvieran realmente dispuestos a renunciar al control de sus políticas macroeconómicas, lo cual ya es mucho decir, forzoso es que se produzcan desequilibrios regionales, lo mismo que en Estados Unidos. Yo no me convenzo de que Europa consiga acrecentar la movilidad de la mano de obra y del capital más allá de las actuales fronteras nacionales lo suficiente como para subsanar tales desequilibrios en unos plazos de tiempo razonables.

¿Qué decir del otro planteamiento, el de los tipos flotantes? Los banqueros nunca han sido partidarios de los tipos flotantes, cosa que siempre me ha intrigado. Es obvio que cuando los tipos son libres de subir y bajar la vida se torna un poco más complicada, pero eso daría oportunidad a los bancos de cobrar honorarios por asesorar a sus clientes. Es indiscutible que el período de flotación generalizada transcurrido desde 1973 se ha señalado por un gran auge del comercio y la banca internacionales. La especulación no ha sido un problema de mayor entidad en los mercados de divisas que en los de renta variable o fija. Para los menos aficionados al riesgo, el desarrollo de mercados de futuros y opciones sobre divisas ha aportado soluciones viables.

A mi juicio, pues, la experiencia de la flotación ha sido muy positiva desde un punto de vista de

técnica económica. Las dudas que subsisten acerca de este sistema, en lo que a Europa se refiere, parecen ser de carácter político. Existe, creo, el temor de que la existencia de tipos flotantes entre los miembros de la CE pudiera obstaculizar el camino hacia una mayor integración económica y una futura unidad política. A mí me parece que ese temor es infundado. Pensemos en lo mucho que ya se ha progresado sin una moneda común. Yo no veo por qué no se ha de poder seguir avanzando hacia una coordinación más estrecha de las políticas macroeconómicas y nuevas reducciones de las barreras comerciales. Cuando los países de Europa hayan completado esos preparativos esenciales, será el momento de plantearse seriamente la adopción tanto de un verdadero gobierno central como de una moneda común para Europa.

## EL ESTADO ACTUAL DE LA ECONOMIA ESTADOUNIDENSE

Paso a hablar del estado actual de la economía estadounidense, que a mi juicio no guarda una relación sustancial con las tensiones financieras que se viven en Europa.

Se supone que las campañas electorales son ocasiones de educar al electorado. Desgraciadamente, lo que suelen originar es una gran desinformación, porque al partido que aspira al poder le interesa mucho pintar un cuadro catastrófico de lo mal que ha hecho las cosas el gobierno. Y las refutaciones del partido en el poder no son, claro está, mucho más creíbles.

La última campaña presidencial en Estados Unidos constituye un buen ejemplo. Bill Clinton responsabilizó una y otra vez al gobierno Bush de errores colosales de política económica, que habrían llevado a la otrora orgullosa economía de los Estados Unidos a su estado más lamentable desde los años treinta.

Los hechos son, por supuesto, muy otros, aunque nadie lo habría dicho escuchando los torpes discursos de George Bush. Los hechos son que el producto interior bruto (PIB) de los Estados Unidos está en su máximo histórico; que la recesión que se inició en el verano de 1990 acabó en junio o julio de 1991; que llevamos varios trimestres seguidos de crecimiento del producto total; que la tasa de desempleo viene descendiendo desde hace meses; que nuestra tasa de inflación es baja en comparación con la de otros países de primera línea, y se encuentra actualmente en menos de la mitad de su nivel de hace cuatro años; y que la productividad de la mano de obra está creciendo más deprisa en Estados Unidos que en Europa y el Japón.

Es cierto, desde luego, que nuestra tasa de crecimiento, que viene siendo continuamente positiva desde hace dos años, va rezagada respecto de lo que fuera en las últimas recuperaciones cíclicas, pero la explicación fundamental de eso está en que la recesión de 1990-1991 fuera tan leve: normalmente encontramos una correspondencia aproximada entre el vigor de una recuperación y la severidad de la recesión que la precedió.

Más allá de esa cuestión sencilla, sin embargo, hay una serie de factores especiales que han frenado el crecimiento estadounidense. Voy a citar unos pocos, sin seguir un orden particular.

*Primero*, la política monetaria parece haber sido algo más restrictiva que en muchas recuperaciones anteriores. Hay observadores que lo niegan, aduciendo el sustancial descenso de los tipos de interés estadounidenses desde hace un par de años, pero no es esa toda la historia. No hay que atender sólo a los tipos *nominales*; lo que importa es la tendencia de los tipos *reales*, y éstos no han variado mucho (pueden incluso haber aumentado), debido a la fuerte caída de las expectativas de inflación. Además, es preciso mirar no sólo a los tipos a corto, que han bajado mucho, sino a los tipos a largo, que han experimentado sólo una reducción modesta. Lo que hemos visto ha sido una inclinación espectacular de la curva de rendimiento en Estados Unidos, un hecho que por sí solo no es especialmente favorable para la economía. (Pero señalo, entre paréntesis, que ha sido *muy* favorable para los beneficios de la banca, porque la mayoría de los bancos estadounidenses han podido reducir los tipos de pasivo más que los de activo, con lo cual los márgenes de intermediación netos se han ensanchado.)

*Segundo*, aunque la Reserva Federal ha expandido con rapidez las reservas bancarias y la base monetaria, los bancos no han empleado esos recursos adicionales en extender más créditos. El crédito total se sitúa hoy por debajo de su nivel de hace dos años, lo que quiere decir que los bancos han dedicado íntegramente el aumento de sus recursos totales a la adquisición de títulos del Estado. Los diferenciales entre el tipo preferencial bancario y los tipos del mercado de dinero han aumentado en este período, lo que no es precisamente un indicador de dinero barato.

*Tercero*, hemos tenido recortes fuertes en los gastos de defensa, como resultado del final de la guerra fría y de la feliz conclusión de la guerra caliente con Iraq. Ello ha cargado el peso de cambios estructurales masivos y no repetibles sobre la economía estadounidense, contribuyendo a la persistencia del alto nivel de desempleo y del flojo crecimiento de la producción industrial.

*Cuarto*, el crecimiento demográfico de Estados Unidos se ha frenado en los últimos años hasta una tasa que viene a ser la mitad que en las cuatro anteriores recuperaciones cíclicas. Esto ha retardado el crecimiento de la población activa, y probablemente también de la demanda de consumo.

*Por último*, aunque no sería difícil prolongar la lista, el crecimiento del producto fuera de los Estados Unidos ha sido sólo la mitad de vigoroso en este período de recuperación que en los anteriores. Esto ha frenado la expansión de las exportaciones netas estadounidenses.

No puedo por menos de decir que, salvo el impacto de los recortes de defensa, ninguno de los factores que han contribuido a la lentitud del crecimiento estadounidense estaba bajo el control directo del ocupante de la Casa Blanca. Por consiguiente, no creo que la llegada de Bill Clinton suponga un gran cambio para el estado de la economía de los Estados Unidos en estos próximos años. Lo que temo es que se ensayen una serie de trucos para intentar «engordar a la fuerza» la economía, que haya un montón de intervenciones contraproducentes que podrían convertir un rendimiento económico mediocre en un desastre. En estos momentos no hay manera de evaluar esa posibilidad.

Voy a acabar dando, en pocas palabras, mi impresión sobre las perspectivas de la economía estadounidense. Yo espero un crecimiento continuado del PIB real, que en 1993 probablemente se situará en la banda de un 2,5 a un 3 por 100. El desempleo debería descender a un 6,5 ó 7 por 100 en este año. La inflación seguirá siendo baja, probablemente menos de un 3 por 100 para el deflactor anual del PIB. Los tipos de interés a largo plazo subirán gradualmente (y de manera irregular) durante los próximos años, situándose, a finales de la primavera de 1993, en torno a un 8 por 100 para los bonos del Tesoro a treinta años, un poquito más para fin de año. Los tipos a corto plazo deberían haber vuelto para entonces a la banda del 4,5 al 5 por 100 para las letras del Tesoro a tres meses. Yo espero que el índice Dow-Jones de valores industriales rebase el 3.500 de aquí al verano de 1993.

Con esto, pongo punto final a mi exposición o, mejor dicho, a mis exposiciones. A un profesor le incumbe el papel de provocador. ¡Espero no haber provocado demasiado!

#### NOTA

(\*) Título original: «The recent monetary turbulence: causes and consequences». Traducción de M.<sup>a</sup> Luisa Balseiro.