

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

59° INFORME ANUAL

1 Abril de 1988-31 Marzo de 1989

BASILEA, 12 de Junio de 1989

Conclusión

En diversas áreas analizadas en este Informe el panorama se ha nublado un tanto en los últimos tiempos. Se observa que la marcha de los acontecimientos en el conjunto de 1988 fue más prometedora que en el segundo semestre de ese año, y mucho más que en el primer trimestre de 1989. Así ha sido en cuanto a la evolución de los precios en casi todo el mundo, y también, en cierta medida, en lo que se refiere al proceso de ajuste en los principales países industrializados. Menos claro es si habría que ver bajo el mismo prisma los esfuerzos de coordinación internacional y la estrategia común acerca de la estructura de los tipos de cambio. Sobre la perspectiva de esas cuestiones interrelacionadas hemos de hacer aquí una valoración final, lo mismo que sobre el problema de la deuda, en el que se atisba un rayo de esperanza pero es esencial, en estos momentos, una acción concertada para avanzar.

Desde la primavera de 1988 los tipos de interés a corto han subido hasta 5 puntos en los siete mayores países industrializados, siendo la acción más reciente la tomada en Alemania en abril de 1989. Es evidente que las autoridades monetarias de muchos países se encuentran ahora frente a una elección difícil, y crítica, entre seguir restringiendo y esperar a ver los efectos de su acción anterior. Por una parte está el peligro de excederse, de ahogar una recuperación que muestra signos de vigor continuado ahora que el empuje principal viene, por fin, de la inversión empresarial (el mejor ingrediente que puede tener un proceso de crecimiento), que en el año pasado aumentó en más de un 10 % en términos reales. Por otra parte, las autoridades, deseosas de evitar el error de una reacción excesiva en las fases expansiva y contractiva del ciclo, que fue típico de las políticas de ajuste fino "stop-and-go",

podrían confiar en no haberse demorado demasiado esta vez en restringir su política, y por lo tanto poder esperar con tranquilidad a que los efectos se materialicen, con los retardos "largos y variables" de costumbre.

¿Qué riesgos llevaría aparejado el error en un sentido u otro? El peligro de excederse depende en gran medida de la salud subyacente de las economías industrializadas. En muchos países hay indicios de que esa salud ha mejorado: la rentabilidad ha recuperado, en conjunto, niveles que no se alcanzaban desde comienzos de los años setenta; se han logrado algunos ajustes estructurales; la menor inflación ha acrecentado la eficiencia de los mecanismos del mercado. Cabe esperar que todo esto propicie una respuesta más flexible de los precios a la restricción, y de ese modo reduzca el peligro de *overkill* en términos reales. En cualquier caso, la dimensión temporal de los riesgos parece ser distinta, y ese puede ser un punto crucial. Si las autoridades adoptasen una actitud de "esperar a ver" y se hubieran equivocado, el logro de haber reducido la inflación a los niveles más bajos de los últimos veinte años se vería comprometido. Pocos habían mantenido la esperanza en ese logro, que podría haberse frustrado de no ser por ciertas circunstancias fortuitas. Muchos han seguido dudando de la posibilidad de conservarlo. Pero si se pierde quizá haya de transcurrir mucho tiempo antes de que surja la ocasión de restaurar el mismo grado de estabilidad de los precios.

Podrá parecer que hablar de la inflación actual en términos tan fuertes sea dramatizar en exceso. Al fin y al cabo, la aceleración de los precios viene siendo modesta --menos de un punto del final de 1987 al primer trimestre de este año--, y no todas las noticias recientes han sido malas. Es casi seguro que no existe una ola inflacionaria a punto

de anegar los países industrializados, ni están éstos en peligro de volver a hundirse en el estancamiento de los años setenta. Pero la pregunta es: ¿a dónde vamos? Las señales de alarma están a la vista en todas partes, salvo quizá en el Japón (a menos que los precios de los mercados de activos se incluyan en esta categoría). Todos los países industrializados saben por experiencia que la pendiente que quizá estén pisando puede ser muy resbaladiza. Los beneficios de la estabilidad de precios para el crecimiento y el empleo son sustanciales, como también lo son los costes de la desinflación. La única manera de gozar de los beneficios sin incurrir en los costes es mantener la estabilidad de precios conseguida.

¿Sería esto pedir demasiado de la política monetaria en las condiciones presentes? No sólo han tenido problemas las autoridades con los indicadores monetarios de resultados de la globalización de los mercados financieros, la innovación y la desregulación, sino que también, en países pequeños y no tan pequeños, han estado preocupadas por cumplir los objetivos cambiarios, sobre todo dentro del SME. Examinemos esos problemas uno por uno.

En primer lugar, la gravedad del problema de los indicadores parece haber decrecido, porque en la mayoría de los países los distintos indicadores tienden ahora a apuntar en una dirección semejante y las distorsiones resultantes de los desplazamientos entre activos por efecto de la innovación financiera son menos pronunciadas. Además, las fuertes tasas de expansión monetaria en muchos países se han seguido, de hecho, de un crecimiento económico más fuerte, y en último término de un aumento de la inflación. Ultimamente se ha hablado mucho de que el alza de los tipos de interés se refleja en las tasas de inflación de los precios al consumo según se miden éstas en algunos países, y de que, por lo tanto,

la elevación de los tipos de interés podría ser contraproducente como instrumento de lucha contra la inflación, al menos a corto plazo. Pero no hay otra forma de endurecer la política monetaria que elevar los tipos de interés a corto hasta niveles que afecten al comportamiento, independientemente del objetivo intermedio que puedan estar usando las autoridades para orientar su acción y calibrar si su posición es la correcta. Si los bancos centrales deciden que tienen que hacer más de lo que han hecho hasta ahora, ése es su único instrumento.

Con respecto al segundo de los dos problemas citados, a saber, la aparente preocupación de la política monetaria, al menos en algunos países, por la defensa de los tipos de cambio, actualmente hay pocas indicaciones de que esto esté poniendo a las autoridades en conflicto con su objetivo interior de contener las presiones inflacionarias. Allí donde hay conflicto, es más bien a la inversa: la posición antiinflacionaria, expresada en los altos tipos de interés, además de amortiguar el crecimiento monetario interior, ha contribuido a mover el tipo de cambio de maneras que refuerzan el efecto antiinflacionario, según se observa muy claramente en numerosos países europeos. Sin embargo, la estructura cambiaria resultante puede ocasionar problemas para la restauración del equilibrio exterior en los países afectados.

Dentro de un contexto más amplio han surgido problemas similares en lo que se refiere a la continuación del proceso de ajuste internacional. A primera vista, la coordinación internacional ha conseguido lo que se proponía. El objetivo común desde el Acuerdo del Louvre de febrero de 1987, reafirmado en diciembre de 1987 y en todas las reuniones del Grupo de los Siete celebradas desde entonces, ha sido estabilizar los tipos de cambio nominales en torno a los niveles actuales. Esto se ha logrado en notable medida, aunque la reciente fortaleza del dólar es preocupante.

La volatilidad diaria de los tipos de cambio se ha moderado. Aún más llamativo es el grado en que se ha estrechado su banda de fluctuación.

La estabilización de los tipos de cambio nominales a través de la intervención en los mercados de divisas y la coordinación de las políticas macroeconómicas estaba proyectada, sin embargo, como parte de una estrategia más amplia orientada a reducir los enormes desequilibrios de cuenta corriente existentes entre los grandes países industrializados. Preocupaba que, si esos desequilibrios no se reducían sustancialmente y pronto, pudieran tener repercusiones indeseables no sólo en las políticas comerciales sino también en los mercados financieros, que quizá no quisieran o no pudieran digerir los efectos cumulativos de las posiciones acreedoras y deudoras sostenidas. En el pasado había habido trastornos de los mercados financieros cuya génesis encajaba en esa descripción. La estrategia de buscar una mayor estabilidad de los cambios se podría calificar de éxito, pero está claro que no se puede decir lo mismo de la estrategia más amplia de la que formaba parte. El proceso de ajuste, que parecía discurrir por cauces firmes durante la primera mitad de 1988, con un crecimiento rápido de las exportaciones estadounidenses, viene flaqueando durante un período de nada menos que tres trimestres. Esto plantea la cuestión de si habrá que reconsiderar las estrategias comunes o si hay razones para matizar la preocupación anterior por los desequilibrios.

¿Cuáles son los argumentos de quienes sostienen que los desequilibrios de la balanza corriente, aunque sean grandes, requieren poca o ninguna atención de las autoridades? El primero es el de que, en la medida en que los causantes de un déficit por cuenta corriente son los flujos de capital, no se plantea una cuestión de financiación. Sin embargo, la interacción de las cuentas corriente y de capital sí deter-

mina el nivel cambiario en el que se establece la ecuación de la balanza de pagos, y los flujos de capital pueden cambiar mucho más deprisa que la cuenta corriente; los efectos correspondientes sobre los mercados de divisas pueden desencadenar la intervención oficial. De hecho, la identidad contable entre las cuentas corriente y de capital se produce únicamente si esta segunda se define de forma que incluya los movimientos de las reservas de divisas oficiales. El contraste entre 1988 y 1987 a este respecto demuestra cuán rápidamente puede cambiar la situación.

Un segundo argumento empleado para afirmar que los desequilibrios persistentes no deben preocupar demasiado es el de que puede haber razones perfectamente "legítimas" para que algunos países sean excedentarios y otros deficitarios en su balanza corriente. Ya que nadie sostiene que lo ideal fuera eliminar todo superávit y todo déficit, se hace realmente necesario tomar en cuenta las fuerzas que subyacen a la posición exterior. Los principales países excedentarios, el Japón y Alemania, se ven en circunstancias demográficas que en parte explican, y de una manera limitada pueden justificar, la acumulación de activos extranjeros en cantidades considerables. En el caso de los Estados Unidos el déficit corriente se ha relacionado a menudo con la existencia de mejores oportunidades de inversión allí que en los países competidores.

En una economía mundial cada día más integrada no hay razón para que el ahorro privado, que refleja las elecciones intertemporales de los individuos, no se invierta fuera del propio país. Ocurre, sin embargo, que en muchos casos la decisión concreta de dónde invertir el ahorro financiero está más regida por consideraciones de rendimiento a corto plazo que por una valoración de las oportunidades de inversión a plazo largo. Pero las diferencias estructurales de comportamiento del ahorro y

la inversión privados de unos países a otros no bastan para explicar del todo la persistencia de los desequilibrios actuales. En los países excedentarios los desequilibrios aumentaron de 1983 a 1987 más deprisa de lo que cabía esperar de las fluctuaciones del ahorro privado. Análogamente, el giro abrupto de la posición exterior de los Estados Unidos entre 1981 y 1984 se produjo en una época en que el ahorro privado (como porcentaje del PNB) varió en poco más de medio punto, lo que indica el papel crucial que tuvo en ese proceso el déficit del presupuesto federal. Desde entonces el deterioro de la posición exterior de los Estados Unidos ha reflejado el declive del ahorro privado estadounidense, pero aun así la contrapartida más importante del déficit estadounidense por cuenta corriente sigue siendo el persistente y elevado déficit fiscal.

Estos argumentos, pues, no apuntan a ninguna necesidad de una revisión fundamental de los problemas planteados por los desequilibrios de la balanza corriente entre los principales países industrializados. Aparte de distorsiones interiores, que no sólo se reflejan en los desequilibrios exteriores sino que también se agravan por su persistencia, la preocupación ha estado siempre en los riesgos que eso podría comportar: un "aterrizaje forzoso" o desajustes cambiarios graves, y los peligros para la estabilidad de los mercados financieros y para el librecambio. Estos riesgos estuvieron muy presentes en el ánimo de todos poco después del crac de las bolsas. Ahora llaman menos la atención, pero eso no quiere decir que ya no existan. Al contrario, se podría sostener que han tenido que hacerse mayores en razón de los efectos cumulativos sobre los stocks tanto de créditos de pasivos. En algún punto entrarán en juego efectos umbral, aunque sea imposible predecir cuándo ni dónde.

Actualmente hay en muchos países una confianza generalizada de que

bastaría una elevación suficiente de los tipos de interés a corto para generar los flujos de capital necesarios para sostener casi cualquier nivel de déficit por cuenta corriente. Los efectos concomitantes sobre los tipos de cambio y la inflación son bienvenidos. Cualesquiera efectos adversos sobre la actividad real no reciben de momento mucha atención porque la demanda interior es fuerte en la mayoría de esos países y el crecimiento es boyante, a pesar de los altos tipos de interés. Esa estrategia de manejo del déficit por cuenta corriente se está empleando con toda deliberación en diversos países. No se puede afirmar esto en el mismo sentido de los Estados Unidos, pero la política estadounidense viene conduciendo también al mismo resultado. En conjunto, ha habido una política de *sostenimiento* más que de *reducción* de los desequilibrios por cuenta corriente. El ajuste no ha sido un problema acuciante.

La conclusión que las autoridades deben sacar de esta experiencia parece inevitable: hay que dar nuevo impulso al proceso de ajuste. Pero ¿cómo? ¿Necesitamos otro acuerdo del Plaza con miras a un reajuste importante de los tipos de cambio entre los grandes países industrializados? Presumiblemente no, desde luego no a la escala de septiembre de 1985. El mero hecho de que persistan altos desequilibrios de la balanza corriente no demuestra que sea urgente un nuevo ajuste de los cambios. Esa conclusión sólo sería válida si hubiera que aceptar que no hay ningún otro margen de maniobra, en particular si hubiera que desechar la gestión de la demanda como posible medio de volver a poner en marcha el ajuste. En los Estados Unidos hay muchas personas --y su tesis es compartida por la gran mayoría de las autoridades y observadores de otros países-- que sostienen que con una elevación relativamente moderada de los impuestos la Administración estadounidense podría reducir sustancialmente el déficit federal y mejorar así el desequilibrio del

ahorro y la inversión en los Estados Unidos, que es el lado interior del desequilibrio de la balanza corriente.

Dos argumentos se aducen con frecuencia a este respecto. En primer lugar, se señala que la experiencia de muchos países, y en estos momentos muy destacadamente la del Reino Unido, demuestra que los "déficit gemelos" no son en realidad gemelos, que un déficit sustancial de la balanza corriente puede coexistir con un superávit fiscal y viceversa. Sin duda eso es cierto, pero sólo con la colaboración del ahorro privado neto, que es lo que completa el saldo; y no es ése el caso de los Estados Unidos. Allí una corrección significativa del desequilibrio ahorro/inversión requiere acciones decisivas sobre el déficit fiscal. El segundo argumento, que suele surgir en este punto del debate, es el de que la acción sobre el frente fiscal debe ser simétrica, que los países excedentarios deben compensar mediante expansión fiscal lo que los Estados Unidos destruyen con su contracción fiscal. Este argumento tenía cierta validez hace unos pocos años, pero ya no la tiene. En el Japón la demanda interior creció en un 7 3/4 % en 1988 y ha aventajado al crecimiento de la producción en dos puntos. En Alemania la utilización de la capacidad en las manufacturas ha rebasado ya el pico de comienzos de los primeros años setenta, cuando las presiones inflacionarias eran fortísimas. Ya no hace falta una acción simétrica; una sustancial reducción unilateral de la demanda interior de los Estados Unidos a través de medidas fiscales podría dar el estímulo necesario al proceso de ajuste.

Quienes, por el contrario, argumentan en favor de un dólar sustancialmente más bajo como precondition necesaria de una mayor reducción del déficit estadounidense por cuenta corriente no han podido demostrar que ese incentivo hubiera forzosamente de impulsar las exportaciones, o, dicho en otras palabras, que existen las reservas de capacidad

necesarias. Sin esas reservas, que son vitales para que los volúmenes de exportación respondan con rapidez, una depreciación del dólar contribuiría escasamente a reducir el déficit por cuenta corriente a plazo inmediato, pero podría acelerar la inflación en los Estados Unidos por su efecto sobre los precios de las importaciones. Esta tendencia se exacerbaría con los efectos de la política monetaria, pues sólo haciendo bajar los tipos de interés a corto estadounidenses --con un endurecimiento correspondiente en los dos principales países excedentarios, el Japón y Alemania-- se podría depreciar el dólar. Con una aceleración de la inflación en los Estados Unidos sería muy probable que se creara un círculo vicioso, que anularía también cualesquiera efectos a medio o largo plazo de la depreciación de la moneda sobre la balanza corriente. De este razonamiento se sigue que debe ser la gestión de la demanda, o, más exactamente, el endurecimiento fiscal en los Estados Unidos lo que encabece los nuevos esfuerzos tendentes a reducir sustancialmente los desequilibrios de la balanza corriente entre los grandes países industrializados. Sólo así se vería qué alteraciones en la estructura de los tipos de cambio reales entre las principales monedas podrían estar justificadas. Pero lo que ya se puede decir con seguridad es que el péndulo ha ido demasiado lejos en el sentido de buscar la estabilidad de los tipos de cambio nominales. En el mejor de los casos, empeñarse en la estabilidad de los tipos de cambio nominales cuando persisten diferenciales de inflación y de crecimiento de la productividad abre la puerta a variaciones de los tipos de cambio reales en la *dirección equivocada*, a la erosión de la competitividad en algunos países y al agravamiento de los desequilibrios exteriores; en el peor, lleva a una apreciación imparable de las monedas "inoportunas" con altos tipos de interés, y a efectos todavía más negativos sobre los desequilibrios.

Otros desequilibrios de carácter algo distinto, aunque también con un fuerte componente exterior, han aquejado a grandes zonas del mundo de manera quizá todavía más seria. Los problemas de la deuda de los países en desarrollo no sólo comportan riesgos económicos, sobre cuya gravedad puede haber diferencias de opinión. Aquí la gravedad de la situación, el sufrimiento humano que acarrea y su carácter amenazador para el sistema político están a la vista de todos. A lo largo de casi siete años, lo que en 1982 brotó como una crisis de la deuda ha pasado a ser una enfermedad crónica que en gran medida está contenida, pero que se ha mostrado resistente a los distintas terapias ensayadas hasta ahora. Estamos a punto de entrar en una nueva fase de la cuestión, pero todavía es difícil pronosticar qué avances pueda traer.

En su discurso del 10 de marzo de 1989, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, señor Brady, reconocía que hay que añadir un elemento más al planteamiento caso por caso. Había habido ya algunas operaciones de reducción de la deuda de carácter voluntario. Ahora se propone que el FMI y el Banco Mundial dispongan recursos para ese fin dentro del marco de sus facilidades de crédito existentes, como complemento de los otros elementos de la estrategia de la deuda, a saber, la reprogramación, la provisión de nuevos fondos y los esfuerzos de ajuste decididos de los propios países deudores.

Estos tres últimos elementos combinados fueron fuertemente subrayados en la iniciativa Baker de octubre de 1985. Se reconoció entonces que el apretarse el cinturón, si bien indispensable como primer paso, había llegado a sus límites; no podía por sí solo restaurar la solvencia. Los países deudores tenían que adoptar políticas que mejorasen las perspectivas de crecimiento, eliminaran distorsiones y pusieran en juego los incentivos del mercado. Se instaba a instituciones multina-

cionales y bancos comerciales a aportar los recursos necesarios para que pudiera reanudarse el crecimiento en esos países, que, se argumentaba, podían solucionar sus problemas de endeudamiento si adoptaban las políticas correctas y recibían el apoyo de sus acreedores. Además, debían retener el capital nacional dentro del país y conseguir que volviera el capital huido al extranjero. La fuga de capitales se veía, en efecto, como la prueba concluyente de las políticas de los países deudores, pues ¿qué gobierno podría ganarse la confianza de nuevos acreedores extranjeros si no era capaz de conservar la de sus propios ciudadanos? Habría que tener en cuenta, sin embargo, que algunos de los países deudores de renta media permiten la libre circulación de capitales o la han permitido en el pasado, por lo que no siempre es fácil trazar la línea divisoria entre "diversificación legítima de carteras" y "fuga de capitales".

En los años transcurridos desde que el señor Baker lanzara su iniciativa se hizo patente que, aunque sus diversos elementos eran muy válidos y eran además aceptados como tales por muchos de los países deudores, se estaba avanzando poco hacia la restauración de unas relaciones normales entre acreedores y deudores. Algunos países deudores habían hecho esfuerzos denodados por mejorar su política económica, pero en ese aspecto quedaba mucho por hacer. Al mismo tiempo, los préstamos bancarios previstos en la iniciativa Baker, esenciales para estimular el crecimiento y promover la inversión en los países deudores, no se materializaban. Las instituciones multinacionales se mostraban muy activas dentro de los límites impuestos por sus estatutos y las normas de condicionalidad; pero los bancos comerciales estaban desgarrados entre el papel que se les asignaba como proveedores de nuevos fondos y la necesidad de hacer grandes provisiones para sus créditos sobre los mismos

países. Había buenas razones para que algunos de ellos suministraran nuevos fondos mientras eso les permitiera imaginar que --aparte de algunos problemas de liquidez-- sus deudores eran solventes y sus créditos permanecían por lo tanto incólumes. Cuando en 1987 se aceptó en general que eso había sido una ilusión, sólo una estrategia a largo plazo de mantener intereses en los países afectados pudo inducir a los bancos a seguir desempeñando el papel que se les había encomendado. Y, en general, sólo los bancos mayores, con mayores créditos, lo hicieron. Para los bancos más pequeños hubo una gran tentación de saldar sus operaciones y decidir que la solución al problema de la deuda no era asunto de su competencia.

En ese punto se vio claramente que la iniciativa Baker, con un horizonte temporal de tres años, tendría que complementarse con un intento más radical de cuadrar lo que los países deudores estaban obligados a pagar sobre su deuda con lo que se podía esperar que pagasen de forma sostenida sin renunciar a toda perspectiva de recuperación económica. Esto presuponía alguna reducción de la cuantía del principal y/o de los intereses. El hecho de que los bancos hubieran estado dispuestos a vender créditos con un descuento considerable era prueba de su voluntad de aceptar una reducción de derechos nominales de valor dudoso a cambio de un activo de valor nominal más bajo pero de mayor calidad. Para lograr alguna reducción de la deuda mediante ese mecanismo, alguien tenía que ayudar a sanear los derechos reducidos. Ha habido diferentes propuestas de solución, presentadas por el presidente Mitterrand, por el ex ministro de finanzas japonés, señor Miyazawa, y ahora por el señor Brady. La primera vinculaba ese proceso a una distribución de DEGs que los países desarrollados colocarían en un fondo administrado por el FMI, la segunda a fondos procedentes de los propios países deudores, la

tercera también a fondos de los países deudores pero no tomados directamente de reservas existentes, sino de préstamos extendidos con ese objeto por el FMI y el Banco Mundial. Aún no está claro si las cantidades allegadas por ese sistema podrían suministrar una base suficiente para alcanzar el fin propuesto. Pero, así como cada uno de los pasos dados desde 1982 cubrió sólo una porción de terreno, tampoco se puede esperar que el paso que ahora se proyecta llegue hasta el final. Es de suponer que uno o dos países tomen la iniciativa, y de su experiencia dependerá que otros les sigan. Ahora que se ha reconocido públicamente la necesidad de programar la reducción de la deuda, es esencial conseguir avances para que las grandes esperanzas suscitadas por el señor Brady no queden defraudadas. El problema sigue siendo demasiado grande para una solución espectacular, pero una parte del obstáculo se podría ir limando.

Queda el problema del riesgo moral, esto es, que los mayores deudores no deberían recibir un tratamiento preferente de los bancos y gobiernos acreedores en comparación con los que han seguido políticas más prudentes. Los países más ricos están llamados a una mayor generosidad, pero esa generosidad debería dirigirse a los países más necesitados, que en muchos casos son evidentemente incapaces de valerse por sí mismos. Los países de renta media no están en esa categoría; muchos de sus ciudadanos quizá lo estén, pero ése es un problema al que la estrategia de la deuda *per se* no puede atender.

Cabe resumir lo dicho con un somero recordatorio del papel concreto que pueden desempeñar los bancos centrales a la hora de acometer los distintos problemas de los que hemos hablado en esta Conclusión, a saber, la amenaza inflacionaria en los países industrializados, el estancamiento del proceso de ajuste y la necesidad de una solución país

por país, más que una mera contención general, del problema de la deuda. Estos problemas plantean retos serios a todas las autoridades. Los bancos centrales pueden desempeñar un papel efectivo, aunque en modo alguno autónomo, en el tratamiento de los dos primeros, pero un papel sólo limitado para ayudar a resolver el último.

Efectivamente, la aportación de los bancos centrales a una solución duradera del problema de la deuda sólo puede ser marginal. Lo que ahora necesitan los países deudores no son apoyos de liquidez a corto plazo de tipo puente, cuya utilidad se ha erosionado con el tiempo. Necesitan un abanico de programas de reducción de la carga de la deuda que ofrezcan una elección razonable a los prestamistas, afronten el problema de los *free riders* y al mismo tiempo promuevan el ajuste interior. La parte que les corresponde a los bancos centrales (sobre todo a los que tienen responsabilidades de vigilancia) en la aplicación de esos programas es la de salvaguardar la ortodoxia que subyace a sus normas prudenciales, y al mismo tiempo asegurar que no se recorte la libertad de elección de los bancos.

En contraste, la aportación de los bancos centrales al control de la inflación ha sido decisiva, y probablemente seguirá siéndolo. No cabe duda de que con una política monetaria adecuadamente restrictiva se puede prevenir la reaparición de la inflación. Pero la reciente fortaleza del dólar es una limitación grave a la aplicación eficiente pero prudente de una política de esa clase, porque obliga a los bancos centrales a dedicar una atención cada vez mayor al estancamiento del proceso de ajuste exterior.

Con el dólar en alza, el ajuste de la balanza de pagos requiere que la política monetaria presione sobre el dólar a la baja, reduciendo el diferencial de tipos de interés que le favorece. Hacerlo mediante una

relajación de la política monetaria estadounidense en un momento en que, pese a algunos signos alentadores, sigue siendo incierto lo que pasaría con la demanda interior en los Estados Unidos, entrañaría un peligro doble: podría ser contraproducente para el propio proceso de ajuste, y, al mismo tiempo, comprometer los esfuerzos hasta ahora productivos de las autoridades monetarias estadounidenses para desactivar las expectativas inflacionarias. Por otra parte, sin una disminución de los tipos de interés estadounidenses, la reducción del diferencial podría exigir elevaciones tan fuertes de los tipos en el Japón y Alemania que vinieran también a ser perjudiciales para el proceso de ajuste por refrenar la demanda interior en los países excedentarios, y, por lo mismo, exponer al mundo al riesgo de una depresión cíclica sincronizada.

Este dilema sería, naturalmente, menos agudo si la debilitación de la demanda interior final en los Estados Unidos se viera nuevamente confirmada en los próximos meses y/o si los mercados de divisas revisaran sus posiciones alcistas sobre el dólar. A falta de eso, la única respuesta racional es la moderación fiscal en los Estados Unidos. Es necesaria, además, en una perspectiva a largo plazo, y en primer lugar para los propios estadounidenses. Nos encontramos, pues, en una situación excepcional en la que un golpe de timón de la política fiscal de la mayor de las economías serviría inequívoca y simultáneamente a los intereses del ajuste interior y exterior en casi todo el mundo.

Basilea, 22 de mayo de 1989

ALEXANDRE LAMFALUSSY

Director general

Traducción de María Luisa Balseiro.