

CONCLUSIONES DEL INFORME DEL BANCO INTERNACIONAL
DE PAGOS DE BASILEA

El reto con que se enfrentan actualmente los países industrializados no consiste simplemente en reducir sus desequilibrios en los pagos corrientes, sino en hacerlo de forma que no se produzcan efectos perturbadores en los mercados financieros/ y de divisas, un retorno de la inflación en los Estados Unidos o un deslizamiento hacia la recesión en dicho país o en otros/ lugares y conseguir, al mismo tiempo, esos objetivos sin comprometer las estrategias definidas a medio plazo en la política / presupuestaria, la política monetaria y la práctica de los / ajustes estructurales y, lo más importante de todo, sin hacer peligrar la libertad del comercio. Se trata de una tarea de mucha envergadura que, en el contexto de un mundo cada vez más / interdependiente, es probable que no tenga éxito sin un nivel relativamente elevado de coordinación de las políticas. Esta / es, en pocas palabras, la principal conclusión de este informe.

LAS PREOCUPACIONES FUNDAMENTALES DE LA ECONOMICA INTERNACIONAL

Existen fuertes motivos de preocupación sobre los enormes desequilibrios en las balanzas de pagos por cuenta corriente / del mundo industrializado. Reflejan unos desequilibrios reales entre gastos e ingresos en los mercados nacionales, desequilibrios que ya han conducido al resurgimiento del proteccionismo y al peligro de una extensión de la guerra comercial. Esos desequilibrios y sus consecuencias han marchado muy unidos con / una masiva asignación errónea de recursos que puede tener consecuencias de amplio alcance sobre el potencial de crecimiento del mundo industrializado. Están creando un clima de incertidumbre que constituye el peor enemigo de la inversión. Por úl-

timo, aunque no sea lo menos importante debido a su escala y / duración, están produciendo un fuerte cambio en las posiciones de la inversión internacional de los países afectados y en la / composición de las carteras financieras. Como resultado, ya / existen signos de que los inversores privados no se manifiestan tan dispuestos a financiar el déficit por cuenta corriente de / EE.UU. a los tipos de cambio o interés vigentes. Ello ha con- / tribuido a impulsar las presiones a la baja sobre el dólar. Un posterior descenso del dólar tendría efectos perjudiciales pa / ra todo el mundo en su conjunto: incrementaría los precios y / los tipos de interés en Estados Unidos y reduciría, en mayor / medida, el crecimiento en Japón y Europa occidental, con unas / perspectivas desmoralizadoras para el empleo en el mundo indus / trializado. Al final de todo ese proceso, naturalmente, las / fuerzas del mercado volverían a fijar un nuevo modelo de equi- / librio de las balanzas de pagos por cuenta corriente, pero / ¿cuándo?. ¿Con qué peligro de causar otra ronda de desajustes de los tipos de cambio?. ¿Cuál sería el daño duradero que se pro- / duciría entretanto sobre el sistema de libre comercio?. ¿Qué / precio habría que pagar en términos de pérdidas de producción / y trastornos financieros por este ajuste realizado a través del mercado?.

Y no es eso todo. ¿Cuáles serían las consecuencias de no lograr una reducción ordenada de los actuales y fuertes dese- / quilibrios de pagos exteriores, y de no evitar unos efectos / perturbadores en los mercados de cambios, para la situación de la deuda internacional?. Destaquemos dos puntos. En primer lu / gar, no hay forma de exonerar a los países deudores de la prin / cipal responsabilidad en restablecer su crédito externo mejo- / rando la eficiencia de sus economías y situándose en el camino de un crecimiento diversificado y orientado a la exportación. Pero, en segundo lugar, ¿cómo podrían lograr la solución de /

sus problemas de deuda externa si no pueden contar con el mantenimiento de un crecimiento económico estable y con la desaparición de otras medidas proteccionistas en los países industriales, que son sus principales mercados de exportación?.

Cualquiera que intente ignorar estas advertencias en base a que / se fundamentan en conjeturas gratuitamente pesimistas, debería considerar la evolución hasta la fecha en este año de la cuenta de capital de la balanza de pagos de EE.UU., los tipos de / interés a largo plazo del dólar, los precios de importación de EE.UU., y la actividad económica de los países con mayores superávit del mundo industrializado. Esos datos no pueden ser ignorados por los responsables de la política. Por otra parte, si estos datos han de tenerse en cuenta por lo que son y transmiten -una invitación a potenciar la cooperación de las políticas- existe una esperanza razonable de que la situación pueda / mantenerse bajo control y de que puedan evitarse los peligros inherentes a un proceso de ajuste en el que se dejara que el / mercado siguiera sus propias pautas. Al pensar en ulteriores / actuaciones políticas, hay que tener en cuenta dos hechos alentadores como bases de partida útiles.

DOS HECHOS POSITIVOS

El primero es que, bajo la influencia del realineamiento del tipo de cambio que se produjo a partir de 1985, los flujos reales del mercado han comenzado claramente a ajustarse. / No existe la menor duda de que en términos reales han descendido de sus máximos primitivos los superávit comerciales tanto de Japón como de la República Federal de Alemania. En cuanto a Estados Unidos, las exportaciones reales han comenzado / también a moverse en la buena dirección, aun cuando en la columna de importaciones las cifras aún no son concluyentes. Esta evolución ha quedado encubierta, naturalmente, por los efectos de los precios. La estabilización de los tipos de cambio /

podría desplazar el ajuste real hacia una mejora perceptible / de las balanzas comercial y por cuenta corriente. Más aún, te niendo en cuenta que los flujos comerciales responden sólo tí midamente a las variaciones en los tipos de cambio, siguen es tando aún en camino otros ajustes reales.

El segundo hecho esperanzador es que, en su actitud frente al tipo de cambio, las autoridades norteamericanas se han/movido desde una posición de ligera desatención hacia una pos tura de preocupación activa. Se produjo primero el Convenio / Plaza, según el cual se reconocía la necesidad de una política activa de los tipos de cambio con el fin de corregir el / creciente desequilibrio por cuenta corriente. Ello se logró / en el mes de febrero de este año con el Acuerdo del Louvre en el que todos los principales participantes, incluidos Estados Unidos, se fijaron el objetivo de estabilizar los tipos de / cambio en unos "niveles aproximados a los actuales". En términos de objetivos de políticas y análisis subyacentes, existía un salto importante entre los dos acuerdos. En el momento del Acuerdo del Louvre, el déficit comercial norteamericano estaba cercano a su máximo; sin embargo, se aceptó el objetivo de la estabilización del tipo de cambio, ya que se reconocía que / los peligros derivados de una mayor caída del dólar superarían a los beneficios que pudieran esperarse para la cuenta corriente norteamericana.

¿Cómo puede construirse sobre estos cimientos?

VENTAJAS Y LIMITES DE LAS INTERVENCIONES EN EL MERCADO DE CAMBIOS.

Para empezar, reconociendo tanto los puntos fuertes como las limitaciones de la intervención en el mercado de cambios. En este caso puede resultar interesante una comparación entre

la situación en 1985 y la de hoy día. En febrero de 1985 el dólar alcanzaba un nivel que incitaba a los más animados participantes en el mercado a sentir preocupación por su marcha futura. La intervención coordinada, puesta en marcha por iniciativa del Deutsche Bundesbank en aquel momento, pudo haber marcado un sentimiento en el mercado hacia una actitud más a la baja./ Puede decirse lo mismo sobre las intervenciones post-Plaza, que contribuyeron a confirmar la opinión del mercado de que podía esperarse una ulterior bajada del dólar. En ambos ejemplos se trataba de una intervención que no iba sólo a favor del viento; facilitaba, más bien, un impulso adicional y ayudaba a desin-/flar lo que estaba a punto de convertirse en un globo especulativo.

La situación en que nos encontramos en la actualidad es / diferente de la de hace dos años al menos en un aspecto muy importante: el objetivo de la política es, hoy día, estabilizar el tipo de cambio del dólar más bien que lanzarle en cierta dirección. Esta estabilización ha de realizarse en un momento en que un fuerte y aparentemente difícil déficit por cuenta co--/rriente norteamericano está promoviendo expectativas a la baja en las mentes de los participantes en el mercado con respecto a la marcha futura del dólar. En tales circunstancias, la ta-/rea de estabilización no puede abandonarse solamente a la in--tervención. La efectividad de la intervención, cuando supone / ir contra corriente, depende en gran medida (quizá casi exclusivamente) de su efecto de señal de aviso. Si los participan--tes en el mercado lo interpretan como un reflejo de la decisión de las autoridades de colocar la moneda en el sitio que le co--rresponde, es decir, como una indicación de que quieren y pueden adoptar medidas de política adecuadas para ir en la direc--ción correcta, entonces la intervención servirá realmente a su finalidad. En caso contrario, corre el riesgo de perder gradualmente su efectividad.

El Acuerdo del Louvre ha obtenido hasta ahora un éxito razonable estabilizando el valor del dólar frente al DM y también, de forma moderada, conteniendo su baja frente al yen. La razón principal de este éxito relativo es que la intervención ha venido acompañada por la política monetaria. Una indicación de lo que decimos puede observarse en los movimientos del tipo de interés a corto plazo. A partir de febrero el diferencial en favor del tipo de interés del dólar a tres meses en el euromercado se ha ampliado significativamente frente a los tipos de interés tanto del DM como del yen. Ello se ha producido por una baja en los tipos del DM y del yen y un aumento en el tipo del dólar, hecho que el mercado ha interpretado correctamente como la manifestación de un esfuerzo deliberado de cooperación entre las autoridades monetarias.

Los problemas son, pues, si estas medidas políticas serán suficientes para mantener la situación bajo control y, en caso contrario, qué otras medidas suplementarias se han de adoptar. Para responder a estas cuestiones, hay que tener en cuenta que la forma principal en que la política monetaria pueda ayudar a mantener la situación bajo control es evitando una mayor baja del dólar que pueda sostener salidas de capital hacia Estados Unidos suficientes para financiar el actual déficit de su balanza de pagos por cuenta corriente al tipo de cambio vigente. Este propósito puede lograrse directamente, mediante diferenciales más amplios del tipo de interés y ajustando las tasas relativas de crecimiento de la demanda de dinero, e indirectamente, subrayando la intención de las autoridades de perseverar en sus esfuerzos de política. Sin embargo, aunque la coordinación de la política monetaria puede contribuir de una forma importante a la correcta financiación de los actuales desequilibrios, sus consecuencias sobre la magnitud de esos efectos es probable que no sean significativas a falta de un adecuado ajuste fiscal; por consiguiente, no remediarían la presente debilidad

del dólar. Ello no significa que no hayan desempeñado, ni que no pudieran ni debieran continuar desempeñando, un papel importante. Detener el efecto de la curva J puede ayudar a garantizar que los amplísimos ajustes del tipo de cambio que se han producido se vean reflejados en una reducción de los desequilibrios de la balanza de pagos por cuenta corriente y, por tanto, creen expectativas en la dirección correcta. Mientras la magnitud y la duración de los actuales desequilibrios en los pagos corrientes se consideren como el problema más importante, tanto por sí mismas como por su efecto sobre los tipos de cambio, la coordinación de la política monetaria por sí sola no facilitará la solución.

Otra consideración a tener en cuenta es que una mayor ampliación de los diferenciales de intereses, mediante un aumento de los tipos de interés en EE.UU., tendría sus costes. La elevación de los tipos de interés del dólar a corto plazo tendría un evidente impacto perjudicial sobre la posibilidad de hacer frente al servicio de su deuda externa por parte de los principales países deudores, y no sería de mucha utilidad, por decir lo menos, ni para los mercados financieros ni para la inversión nacional en Estados Unidos. Con la fuerte baja de los precios de los bonos a largo plazo que se ha producido en Estados Unidos, por influencia de las fuerzas del mercado la impresión aparente de una aprobación oficial en forma de elevación de los tipos a corto plazo podría añadir un nuevo ímpetu al movimiento ascendente de los tipos a largo plazo. No vemos mucha utilidad, aritméticamente hablando, en el importante descenso de los tipos del mercado del dinero en Alemania y en Japón, mientras que la misma elevada liquidez de los mercados financieros japoneses, atestiguada por la "levitación" de los precios de la Bolsa de Tokio, en algunos casos plantea cuestiones sobre la prudencia de una mayor expansión monetaria en Japón. También la expansión monetaria en Alemania ha sido demasiado fuerte, de acuerdo con todos los parámetros.

En suma, mientras que la coordinación de la política monetaria ha tendido una mano a las autoridades en sus operaciones de contención, la efectividad de su contribución para reducir / los desequilibrios de los pagos (más bien que financiarlos) depende en gran medida de si se ve acompañada o no por una política fiscal. Además, la utilización exclusiva de la política monetaria trae consigo costes reales y potenciales que no deberíamos minimizar.

EL PAPEL DE LA POLITICA PRESUPUESTARIA

Ello nos conduce directamente a la función que debería de desempeñar la política presupuestaria en la reducción a unas proporciones aceptables de los actuales desequilibrios de pagos, es decir, su reducción a un tamaño cuya financiación esté dispuesto a realizar el capital privado sin presionar más ni sobre los tipos de cambio ni sobre los tipos de interés. Nadie / puede decir que sabe en cuánto se han de reducir los actuales desequilibrios antes de que el mercado esté dispuesto a hacerlo. Pero se puede argumentar que, por lo menos a medio plazo, la disminución no tiene que ser espectacular. Los actuales diferenciales del tipo de interés constituyen, de hecho, un cojín confortable para los inversores que miran más allá del plazo corto; la confianza en la economía y en el sistema político y social de Estados Unidos no está en duda, y las alternativas prácticas para la gran variedad de oportunidades de inversión ofrecidas en Estados Unidos son limitadas. Lo que parece necesario para restablecer la confianza en el valor actual del dólar es que se ha de hacer visible el inicio del proceso de ajuste externo y ha de verse que se adoptan acciones de política fiscal. Como se indica más arriba, es probable que se cumpla la primera de estas condiciones una vez que se mitiguen los efectos de la curva J. Para cumplir la segunda, sin embargo, la carga de la responsabilidad recae sobre las espaldas de los gobiernos.

La primera exigencia a este respecto sería un cambio gradual en el ratio inversión/ahorro nacional en Estados Unidos. Ello requeriría medidas fiscales conducentes a una creíble / disminución del déficit presupuestario norteamericano durante los próximos años -por tanto, más allá del año fiscal de 1988- y a un aumento del bajo porcentaje de ahorro de los hogares / norteamericanos, sin el cual hay pocas esperanzas de reducir/ el déficit por cuenta corriente del país en más de lo que ya/ se está produciendo, equivalente a una fuerte bajada del dólar combinada con una recesión. Aunque la restricción fiscal podría conducir realmente a una disminución de los tipos de interés/ USA -algo positivo desde muchos puntos de vista- el objetivo de restaurar la cuenta corriente norteamericana, situándola / en un mejor estado de salud, facilitaría el apoyo al dólar. / También es verdad que una recuperación de la expansión de la demanda nacional en Alemania, con la tasa experimentada en el último año, y la aceleración de la expansión nacional en Japón son tan indispensables para la mejora de las perspectivas de/ crecimiento y la consecución de un modelo internacional más / aceptable de cuentas corrientes como lo es un cambio en la política fiscal de Estados Unidos. Es difícil imaginar cómo podría conseguirse tal cosa sin un estímulo fiscal, teniendo en cuenta los efectos perjudiciales del reciente ajuste de los / tipos de cambio y el actual entorno económico general del mundo.

Los tres gobiernos argumentan que ya han tomado decisiones en el ámbito fiscal y que ya están dirigiendo, o lo harán pronto, sus medidas fiscales efectivas en la dirección correcta. Quizá tengan razón. Las autoridades alemanas y japonesas/ tienen también mucha razón cuando indican que el objetivo a / largo plazo de consolidación presupuestaria en sus respectivos países podría verse perjudicado por la adopción de nuevas medidas más expansivas; también la Administración norteamericana /

puede argumentar que, teniendo en cuenta la resistencia del / Congreso a las reducciones de gastos más allá de lo que se pre / vé para el próximo año fiscal, una disminución adicional del / déficit exigiría aumentos de impuestos que quebrantarían los / compromisos de la política desarrollada durante largo tiempo. / Es de esperar que los participantes en el mercado financiero, / que han demostrado repetidamente su habilidad para cambiar de / opinión cuando colectivamente observan lo que ha sucedido du- / rante algún tiempo, perciban tanto un cambio del proceso de / ajuste exterior real como una modificación en la orientación / de las políticas presupuestarias nacionales. Pero ¿qué pasará si no sucede así?. O bien, ¿qué pasará si no consideran sufi- / ciente el ajuste que están observando en ambos sectores?. Las / Administraciones tendrán que enfrentarse con el hecho de que / la integración financiera internacional (que, dicho sea de pa- / so, han estado fomentando activamente) ha conducido a un drás- / tico recorte de la independencia de la política nacional, in- / cluso en el caso de los países más grandes, tanto si son deudo- / res como acreedores. Esto no sólo significa que si quieren dar orientaciones al mercado han de hablar con una sola voz, y ha- / cerlo con más coherencia que en el pasado. También tendrán que sopesar los riesgos de adoptar nuevas medidas fiscales -y los inconvenientes que traen consigo estas medidas desde el punto de vista estrictamente interno- en caso de que los flujos de / capital privado sean insuficientes para financiar el déficit / por cuenta corriente de Estados Unidos. Se puede decir que, a muy largo plazo, las dos clases de riesgos tienen el mismo pe- / so. Sin embargo, es difícil evitar la conclusión de que los / de la segunda categoría, en caso de que se materializasen, se convertirían en un próximo futuro en una fuente de grandes di- / ficultades no sólo para la economía mundial en su conjunto, / sino también para los países rectores individualmente. Sería / un ejercicio razonable y meritorio luchar contra tales riesgos tomando nuevas medidas en la coordinación de las políticas.