

ARTICULO DEL MES

---

. Una crítica de la política económica  
de Reagan (1)

FRANCO MODIGLIANI.



---

Una crítica de la política económica de Reagan (1)

por Franco Modigliani

I. Antecedentes. Los programas de Reagan

1. El estado de emergencia a la llegada de Reagan

Para entender el programa de Reagan y la favorable acogida que obtuvo se deben comprender las circunstancias predominantes en el momento de la elección de 1980 y los acontecimientos que condujeron a las mismas. Las variables esenciales a este respecto son el empleo y la inflación, los dos elementos de la economía en los que se concentraba entonces la preocupación del público y de los políticos. Estas variables aparecen reflejadas en el cuadro 1 para el período que se inicia en 1960.

La serie correspondiente a la inflación es un índice de precios al consumo de ponderación fija de la NIA (National Income Accounts). Se ha elegido éste porque es más fiable que el habitual Índice del Coste de Vida, que adolece de una grave desviación al alza en épocas de elevada inflación como consecuencia de la influencia de los intereses en el coste de la vivienda (2).

---

(1) Este es el texto de la Hicks Lecture de 1987. Deseo expresar mi agradecimiento a Samuel Bentolila, Olivier Blanchard, Simon Johnson, James Poterba y Robert Solo por haberse prestado a leer una primera versión de este manuscrito y por haberme hecho sugerencias muy valiosas.

(2) Hasta 1982, el coste de la vivienda incluía una estimación del coste de una hipoteca, calculado al tipo nominal de cada momento ("at the current nominal mortgage rate").

Por lo que se refiere al desempleo, se ofrecen dos series. La superior re f l e j a la tasa convencional de paro total como porcentaje de la población acti va. Esta serie presenta el inconveniente de que ha ido subiendo como consecuencia de que una parte creciente de la mano de obra esté formada por grupos demo gr á f i c o s en los que se produce un mayor desempleo para cada nivel dado de paro global. La serie inferior refleja el paro de los hombres casados. Esta serie no debería tener los inconvenientes de la anterior. Esto significa que en el mar co de esta medición, la llamada tasa de paro no inflacionista ("non-accelerating inflation rate of unemployment" -NAIRU) debería ser bastante estable a largo pla zo, mientras que la medición convencional estuvo subiendo, aunque más recientemente puede haber estado bajando de nuevo. En adelante nos referiremos a esta serie como índice de desempleo. Como se verá, el NAIRU parece situarse justo el 3 por cien por encima de ese índice.

El cuadro muestra que la persistente inflación apareció por primera vez en 1966, en que el paro descendió por debajo del 3 por cien, y subió hasta 1969 a medida que el paro descendía aún mas, esencialmente a causa de la guerra del Vietnam. Cayó luego brevemente, de 1970 a 1972, en que el paro subió, para elevarse rápidamente hasta 1974, reflejando en parte un descenso del paro por debajo del 3 por cien y, sobre todo, la supresión de los controles de precios es ta ble c i d o s durante un breve período por Nixon y la primera explosión de los pre ci o s del petróleo. La inflación fue combatida entonces con medidas de política monetaria de efectos mediocres, puesto que el resultado fue la "stagflation": un elevado desempleo unido a una pronunciada (aunque descendente) infl aci o n. Es en ese momento (1977) cuando la administración Carter entra en escena. Esto coi n c i d e con la reducción de la presión inflacionista. En 1977-78 se produce una li

gera subida de los precios, coincidiendo con una reducción del paro. Pero la inflación se dispara de nuevo en 1979-80, reflejando sobre todo la segunda crisis del petróleo y una política monetaria poco eficaz, de lo que resulta un substancial aumento del paro en 1980. Así, cuando llegan las elecciones de 1980, la situación es muy desfavorable para el presidente que ocupa el poder, con un paro elevado y la mayor tasa de inflación de toda la posguerra. Por otra parte, el presupuesto había arrojado substanciales déficits en 1977, 1978 y 1980, alcanzando el 2 por cien del PNB en ese último año.

## 2. La situación, según Reagan

Con este telón de fondo, el nuevo presidente, Reagan, pronunció el 5 de Febrero de 1981 un discurso importante en el que ofreció su diagnóstico sobre los problemas económicos del momento, al tiempo que señalaba los remedios para una pronta recuperación. Empezó sugiriendo que "nos encontramos en la mayor crisis desde la Gran Depresión", cosa que cualquier razonamiento objetivo hubiera calificado como una exageración. Entre los peores síntomas aludió a los siguientes:

- (1) Enormes déficits de casi 80 mil millones (aunque según las estadísticas oficiales de déficit estaba más cerca de los 60 m.m., equivalentes al 2% del PNB).
- (2) Un crecimiento de más de tres veces de la deuda nacional, y de más de cinco veces la nómina federal desde 1960, pero sin mencionar que mientras tanto el PNB había subido también más de seis veces.

- (3) Un aumento del doble "en el porcentaje de vuestros ingresos que el gobierno federal se llevó en forma de impuestos en 1960", pero sin reconocer que el incremento fue exclusivamente destinado a la expansión del sistema de la Seguridad Social.
- (4) La muy elevada tasa de inflación, de "doble dígito", en 1979 y 1980 (13,3 y 12,4 por cien respectivamente), circunstancia cierta según el incremento de las cifras del coste de vida, las cuales, con todo, se vieron exageradas, como se dijo antes, por distorsiones estadísticas. Utilizando el deflactor del consumo de la NIA, la inflación apenas había excedido el 10 por cien.
- (5) Tipos de interés para los créditos hipotecarios ("mortgage rates") "dos veces y media superiores" a los de 1960; lo que, evidentemente, no era un síntoma independiente, sino una consecuencia de la inflación.
- (6) Siete millones de parados, "que si se pusieran en fila, ésta alcanzaría de las costas de Maine hasta California"; pero sin señalar que esto representaba el 7% de la población activa, porcentaje nada excepcional en la posguerra y del cual un millón o un millón y medio podían ser perfectamente reabsorbidos sin peligro de un nuevo rebrote inflacionista.

### 3. El diagnóstico de Reagan

Después de pintar un cuadro tan desolador, el presidente presentó su "modelo" de cómo "la política económica de la últimas décadas fue la responsable de haber conducido al país hasta el extremo de sentirse amenazado por un desastre económico de increíbles proporciones".

En este modelo, la mayor responsabilidad por el estado de la economía cae en el gasto público, que creció de forma descontrolada porque la gente no se dio cuenta del daño resultante y porque se había creado una tendencia al aumento autogenerado ("built in tendency"). En principio, el gobierno podía elevar los impuestos para cubrir los gastos, "pero en todos estos años de crecimiento de la intervención estatal en la economía a que hemos llegado se ha sobrepasado el límite de tolerancia de nuestra gente y la capacidad para soportar un incremento de la carga fiscal". "Por consiguiente, el mayor gasto se traduce en un mayor déficit, y el resultado es la inflación que resulta de este gasto deficitario"; y si bien el déficit podía ser cubierto, bien con el endeudamiento, bien con la impresión de dinero, "ambos métodos son inflacionistas".

La inflación, a su vez, tiene muchos efectos negativos. El mayor de ellos es que socava los incentivos para el ahorro, como se evidencia en el hecho de que "los trabajadores en Japón y en Alemania ahorran varias veces más en porcentaje de sus rentas que los norteamericanos". En realidad no parece que haya pruebas convincentes que relacionen sistemáticamente la tasa de ahorro con la inflación (por lo menos si ésta es moderada). El ejemplo de Japón y Alemania no es válido, a la vista del hecho de que estos países ahorraban mucho más que Estados Unidos mucho antes de que se produjera el diferencial de inflación. Por lo demás, se puede comprender por qué la regulación oficial puede llevar a una reducción de la productividad y de la renta real (si se miden de la forma convencional, pero no si no es así), pero no por qué debería conducir a la inflación y al paro.

La otra mayor fuente de dificultades a que hizo alusión Reagan fueron las intervenciones que se traducen "en un incremento de los costes de los bienes y servicios", así como la elevada fiscalidad, la cual también resulta negativa para el trabajo y para el ahorro, lo mismo que para la productividad.

Este diagnóstico choca con los puntos de vista predominantes entre los economistas postkeynesianos, los cuales pondrían en duda todos y cada uno de los eslabones de esa cadena de hipótesis. El gasto público, per se, o incluso un déficit, no crea inflación salvo en el caso de que sea financiado con una expansión monetaria, lo cual no es siempre así, ni mucho menos, excepto en casos de guerra, o en los supuestos de las hiperinflaciones iberoamericanas, o si se da una ratio deuda/renta catastróficamente elevada. En cambio, los economistas Keynesianos se mostrarían inclinados a subrayar el impacto que tuvieron en la inflación y en la "stagflation" la primera y, sobre todo, la segunda crisis del petróleo, así como en qué medida el banco central estaba preparado para desactivar el impulso inflacionista resultante, de forma que se evitara un aumento importante del paro. El presidente, sin embargo, no se refirió en absoluto a la crisis del petróleo y apenas citó a la Reserva Federal.

#### 4. La cura de Reagan

Dado el diagnóstico del presidente, los remedios que propone no deben sorprender: "sobre todo, se trata de situar el gasto público dentro de los límites de los ingresos. Este es el único sistema, junto con el aumento de la productividad, para reducir y, sí, acabar con la inflación". En realidad, el

gasto debía haber sido reducido más de lo que se requería para equilibrar el presupuesto, de forma que fuera posible reducir los impuestos. Mientras tanto, sin embargo, sin esperar a los recortes de los gastos, el presidente anunció que, en cualquier caso, iba a "pedir una reducción lineal del 10 por ciento del impuesto sobre la renta para cada uno de los tres años siguientes. Así mismo se presentarían propuestas de depreciación acelerada de las que pudieran beneficiarse las empresas con objeto de obtener los capitales con los que crear puestos de trabajo". Por lo que se refiere al papel de la política monetaria, la única alusión a la Reserva Federal fue que "trabajaremos estrechamente con el fin de conseguir una política monetaria estable". Otros documentos de la Administración, y en especial el Informe Anual del Consejo de Asesores Económicos de 1982, señalan que "uno de los elementos clave del programa de la administración es la defensa de una política de reducciones graduales y persistentes de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria que permita reducir la inflación", lo cual es esencialmente el remedio monetarista.

Finalmente, es interesante hacer observar que no se encuentra en el discurso del presidente o en el "Economic Report of the President" mención alguna al hecho de que la reducción de la inflación supondría unos costes elevados. En realidad, da la impresión de que la eliminación de la inflación tendría lugar gradualmente y sin dolor.

## II. Ejecución

### A. Política monetaria

#### 1. La batalla de la desinflación

Como se ha podido comprobar más adelante, esta es una batalla (casi la única) que terminó en éxito: entre 1980 y 1986 la inflación bajó de más del 10 por cien a justo por encima del 2 por cien. Pero incluso este éxito fue conseguido con unos medios y a unos costes que no tuvieron nada que ver con lo que se había anunciado en el programa del presidente. Por el contrario, resultaron muy conformes con el análisis keynesiano.

- (i) La desinflación no tuvo lugar a través de la reducción del déficit fiscal, sino al revés: el déficit tendió a subir durante bastante tiempo (veáse II.B., más adelante). La desinflación, en efecto, se consiguió a través de la política monetaria, tanto directa como indirectamente.
- (ii) La política monetaria no se basó en la recetas monetaristas, y más bien consistió en el establecimiento por la Reserva Federal de unos objetivos -y en el seguimiento de los mismos por su parte- sobre la renta nominal, permitiendo que el crecimiento de la oferta monetaria variara según fuera necesario para la consecución de tal objetivo.
- (iii) Contrariamente a las predicciones de los abogados de las expectativas racionales y de los economistas de la oferta, la reducción de la infla-

ción, lejos de conseguirse sin dolor, requirió un enorme precio en forma de desempleo y de capacidad desaprovechada. De hecho, tal coste fue el que pudo preverse según experiencias anteriores, tales como la primera crisis del petróleo.

## 2. El papel del monetarismo en la desinflación

Empezando con la proposición (ii), las pruebas demostrativas aparecen en el cuadro 1. Muestra, para los críticos años 1979-1986, el comportamiento real de las magnitudes monetarias y de cuatro "objetivos finales": el PNB nominal y real, la inflación calculada según el defactor PNB y el desempleo. También ofrece, para las mismas variables, los objetivos (o proyecciones) anunciados por el Consejo de la Reserva Federal a principios de cada año. Esta prueba, y su relevancia respecto a la conclusión señalada de que el Fed no seguía una política monetarista que supusiera una reducción gradual de la oferta monetaria, es objeto de un análisis más detallado en otros trabajos del mismo autor, aún no publicados. Aquí nos limitaremos a examinar las consideraciones más sobresalientes de los mismos.

De 1979 a 1982 puede decirse que la Reserva Federal siguió un curso monetarista. Además, durante esos años, el crecimiento de M1 tendió a bajar gradualmente. Pero incluso durante ese período hay muchos aspectos de la actuación de la Reserva Federal que no concuerdan con el monetarismo y que, en cambio, recuerdan más la hipótesis en la que el objetivo es el PNB ("GNP targeting"). Un ejemplo significativo puede encontrarse en los márgenes más bien amplios fija-

Cuadro 1

Política monetaria, 1979-1986. Objetivos y resultados. Otras variables

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
M1								
Resultado	7.9	7.3	5.1	8.6	10.2	5.4	12.1	15.2
M2								
Resultado	8.2	8.9	9.2	9.1	12.1	7.9	8.8	8.9
M3								
Resultado	10.4	9.6	12.3	9.9	9.8	10.7	7.7	8.8
M1								
Objetivo	1.5-4.5	4.0-6.5	3.5-6.0	2.5-5.5	4.0-8.0	4.0-8.0	4.0-7.0	3.0-8.0
M2								
Objetivo	5.0-8.0	6.0-9.0	6.0-9.0	6.0-9.0	7.0-10.0	6.0-9.0	6.0-9.0	6.0-9.0
M3								
Objetivo	6.0-9.0	6.5-9.5	6.5-9.5	6.5-9.5	6.5-9.5	6.0-9.0	6.0-9.5	6.0-9.0
PNB								
Objetivo	9.75	7.5-11.0	9.0-12.0	8.0-10.5	7.5-11.5	8.0-10.5	7.0-8.5	5.0-8.5
PNB								
Resultado	9.9	9.5	9.3	3.25	10.5	9.7	5.4	4.4
Real								
PNB								
Objetivo	2.2	-2.5-0.5	-1.5-1.5	1.5-3.0	3.0-5.5	3.5-5.0	3.5-4.20	2.75-4.25
PNB real								
Resultado	1.0	-0.3	0.7	-0.9	6.0	5.8	2.2	2.2
PNB								
Deflactor								
Objetivo	-	9.0-11.0	9.0-10.5	6.5-7.75	3.5-5.5	4.0-6.0	3.0-4.75	2.5-4.5
PNB								
Deflactor								
Resultado	9.0	9.8	8.6	4.5	4.1	3.6	3.1	2.2
Desempleo								
Objetivo	6.2	6.75-8	8-8.5	8.25-9.5	9.5-10.5	7.25-8	6.5-7.25	6.25-6.75
Desempleo								
Resultado	5.9	7.5	8.3	10.8	8.4	7.2	7	6.7

Fuente: Franco Modigliani: "The Monetary Controversy Revisited". De próxima publicación.

dos por el Fed para M1 y otras magnitudes. Esta amplitud de los márgenes sería considerada como absurda por un monetarista convencido.

Otro hecho altamente sospechoso es que a lo largo de dicho período la Reserva Federal creyó oportuno anunciar objetivos para bastantes magnitudes, en general cuatro, aunque no siempre las mismas. Dado que estos objetivos podían resultar incompatibilidades entre sí "ex post", el único efecto de esta práctica fue el ofrecer al Fed la posibilidad de elegir el objetivo que debía respetar, lo que le daba una libertad adicional que le permitía olvidar el objetivo concreto y, en particular, el M1.

Finalmente, no puede en absoluto olvidarse que a lo largo de los años 1979-82 el crecimiento real de M1 excedió a lo previsto, excepto en 1981. Este exceso no puede atribuirse a la persecución de otro u otros objetivos puesto que, durante ese período, el crecimiento real de M2 y M3 fue también superior a lo previsto. Por esto se debe llegar a la conclusión de que, contrariamente a los principios monetaristas, la Reserva Federal no se sintió particularmente obligada a respetar los objetivos monetarios cuando esto podía interferir la consecución de otros objetivos no-monetarios.

La prueba más evidente de que la principal preocupación de la Reserva Federal fue el seguimiento del objetivo PNB nominal es que a través de los años 1979-1981 el PNB bajó uniformemente dentro de los márgenes previstos, situándose en general en los valores medios, mientras que los objetivos monetarios no se alcanzaban prácticamente nunca.

Con todo, hasta 1982 no se produjeron contradicciones importantes entre el comportamiento de las magnitudes monetaristas y las que debían llevar al objetivo PNB elegido. Pero, empezando con el fuerte descenso de la velocidad en 1982, bajo el impacto de las alteraciones de los tipos de interés (véase el cuadro 1, partes A y C), las contradicciones se hicieron cada vez más evidentes. La gran expansión de M1, tanto en términos absolutos como en relación con los objetivos, acabó con cualquier apariencia monetarista de la Reserva Federal. A partir de entonces, la devoción del Fed por seguir la evolución del PNB, más que por aplicar las fórmulas monetaristas, se ha hecho más evidente. El objetivo M1 ha tendido a subir, y el M1 real también, aunque de una forma más cambiante y con una marcada tendencia a superar el objetivo, particularmente en los dos últimos años en que el PNB no alcanzó del todo las cifras previstas.

### 3. El coste de la desinflación

Uno de los puntos más importantes en los que los Keynesianos se mostraban en mayor desacuerdo con las pretensiones de la Reaganomía era la proposición según la cual la inflación podía ser eliminada sin un gran desempleo y sin una disminución substancial de la producción. No se discutía, en general, que la inflación podía ser contenida a través de algún tipo de política monetaria, pero la opinión dominante entre los keynesianos era que esto se conseguiría a través de una corrección de los salarios como consecuencia del paro, aunque la curva de Philips a largo plazo sea vertical. El desacuerdo real se producía cuando se trataba de estimar si los beneficios de la desinflación justificaban el coste de la misma.

A últimos de los 70 y principios de los 80 se hicieron muchas estimaciones sobre el coste de la desinflación, que fueron sintetizadas por Okun. Este encontró que el coeficiente estimado suponía que un incremento del paro del 1 por cien de la mano de obra sobre el NAIRU durante un año reduciría la tasa anual de inflación (permanentemente) entre un cuarto y la mitad del 1 por cien, con una media de un tercio. Este resultado puede enunciarse también en términos de "ratio de sacrificio", que expresa el incremento de la tasa de desempleo que se necesita para reducir la inflación en el 1 por cien. La estimación de esa ratio se sitúa entre 2 y 4 por cien, siendo la media 3. Entre los estudios utilizados por Okun figuraba un análisis de Modigliani y Papademos que estimaba la ratio de sacrificio en 3.

Contemplando la desinflación de Reagan encontramos que en el período crítico, de 1980 a 1983, la inflación se redujo en 6'5 puntos porcentuales, aproximadamente (de 10'5 a 4). En el mismo período, el volumen acumulado de desempleo por encima del NAIRU, que podemos considerar situado alrededor del 3 por cien, fue 9'5. Así, la ratio de sacrificio resulta ser  $9'5/6'5$ , o 1'5, sólo la mitad de la estimación media citada más arriba e incluso inferior al mínimo. Este resultado sugiere que la Administración fue capaz de alcanzar su éxito a un coste substancialmente menor que el que habían previsto los críticos.

Sin embargo, la comparación que precede no es la adecuada, pues no tiene en cuenta el papel representado por los precios del petróleo -que empezaron a retroceder en 1982- y de otros productos importados, que contribuyeron a disminuir

la inflación ya en 1981. En el análisis de Modigliani y Papademos citado antes, concentrado en el período 1953-71 y, por lo tanto, anterior a las grandes oscilaciones de los precios del petróleo, se estimó que el efecto de un 1 por cien de diferencia de los precios de la importación sobre la inflación interna podía ser del 0'08 por cien. Ahora bien, entre 1980 y 1983 el diferencial acumulado de los precios de importación fue -22 por cien. Esto, por consiguiente, representaría el 1'8 por cien la disminución de la inflación. Si esto es así, el desempleo sólo supondría el 4'7 por cien (6'5-1'8) en la reducción de los precios. La ratio de sacrificio, en tal caso, debe ser estimada en  $9'5/4'7$ , o 2, lo que no queda ya tan lejos de nuestra estimación, 3.

Muchas de las otras diferencia pueden ser corregidas o compensadas con simples mejoras en la formulación de nuestra ecuación. En primer lugar, parecería apropiado extender el período considerado hasta 1979, para aprovechar la experiencia derivada de la primera crisis del petróleo. Sin embargo, se se hace esto se deben cambiar otras varias cosas. Ni el índice de los precios de importación ni el índice especial de desempleo (ajustado a los cambios en la composición demográfica de la mano de obra) están disponibles para los últimos años 70. Sustituimos el primero con otro índice alternativo (el valor unitario de los imputs, del FMI), y el segundo con la tasa de desempleo para hombres casados (UMM) -el índice que aparece en el cuadro 1- el cual, por cierto, parece ser insensible a los cambios demográficos. Pues bien, realizadas estas revisiones y ampliando el período hasta 1979, las estimaciones que se obtienen apenas varían. Con todo, una variación adicional en el análisis resulta ser importante. La práctica habitual en la estimación de la curva de Philips ha sido la de usar formas no lineales con primeras derivadas negativas y segundas derivadas positivas, incorporando la hipó

tesis según la cual a medida que el paro crece su efecto marginal sobre la inflación se hace menor. Es esta propiedad de la curva de Philips la que juega un importante papel en la justificación de un ataque gradual, más que frontal, contra la inflación, espaciando el desempleo más que concentrándolo en las primeras fases. Sin embargo, no parece haber una teoría convincente que respalde este razonamiento, por lo que valía la pena probar los efectos de sustituir el término no-lineal de paro utilizado, el  $1/UMM$ , por el mismo  $UMM$ .

Los resultados obtenidos mostraron una estimación mucho menor de la ratio de sacrificio marginal, con lo que nuestra ecuación, con datos hasta últimos de 1979, puede explicar casi exactamente los cambios habidos en materia de inflación entre 1981 y 1984, según se ve a continuación:

Resultado obtenido	-6'7
Debido al desempleo	-4'7
Debido a los precios de las importaciones	-2'0
Inflación real	-6'5

De conformidad con nuestro análisis, por consiguiente, no se puede decir que la Administración y la Reserva Federal estuvieran en condiciones de conseguir la desinflación a unos costes menores de los esperados por los Keynesianos, basados en la experiencia de la Administración en la etapa anterior a Reagan. Por otra parte, debido a que la inflación era tan elevada y que su corrección se quiso llevar a cabo tan deprisa, la tasa de paro alcanzó la elevación máxima desde de la guerra.

Otros autores han llegado a conclusiones similares. En especial R. Gordon (1985), utilizando métodos más complejos, y fijándose en la reducción del PNB más que en el paro, encontró también que podía explicar bien el comportamiento de la inflación en el período crítico, si bien también él subestimó algo el gran descenso de la inflación en 1981 y 1982. G. Perry (1986), trabajando con la inflación salarial más que con los precios, llegó también a la conclusión de que los resultados "no apoyan la idea de que una auténtica política restrictiva pueda proporcionar una pronta desinflación a través de una rápida flexibilización a la baja de los salarios".

Sin embargo, deben hacerse un par de consideraciones en favor de la Administración. La proposición según la cual la réplica de la inflación no fue mayor de lo que pudo preverse sólo es válida si tenemos en cuenta el descenso de los precios de la importación. Pero debe reconocerse que este descenso no fue un hecho casual, sino una consecuencia obligada de la política desinflacionista. Cuando la oferta monetaria se redujo en relación con la inflación, al tiempo que el déficit absorbía ahorro, los tipos de interés reales se elevaron rápidamente hasta alcanzar un máximo en 1981 y se mantuvieron altos durante varios años (veáse más adelante). En un régimen de cambios flotantes, esto condujo a una fuerte apreciación del dólar, lo cual a su vez dio lugar a una caída de los precios de las materias primas importadas. En el caso del petróleo hubo además un efecto indirecto adicional. Puesto que está valorado en dólares, el petróleo se puso más caro fuera del área del dólar, lo que se tradujo inevitablemente en presiones a la baja de los precios en dólares del mismo. También pudo ocurrir que la reducción de la renta contribuyera a la baja de los precios de importación, dada la enorme dimensión del mercado norteamericano.

Estos mecanismos de reducción de la inflación apenas habían sido tenidos en cuenta en estudios anteriores. En este sentido, podría decirse que el coste de la desinflación a través de la política monetaria resultó ser menor de lo esperado. Con todo, debería recomendarse la mayor prudencia si se pretendiera generalizar la experiencia norteamericana y llegar a la conclusión de que la ratio de sacrificio de 1'5 es una cifra que puede repetirse en otros lugares y en otras ocasiones. En realidad, el valor de tal ratio depende de un conjunto de circunstancias que acompañan la reducción de la oferta monetaria. En especial, el efecto de los precios de importación es mayor cuanto más grande sea el déficit presupuestario, mientras que tal efecto es menor si los países extranjeros alteran los tipos de interés paralelamente al país deflacionista.

También son dignos de consideración el valor y la decisión de que hizo gala la Administración, dado el coste que previsiblemente había de pagar por la desinflación. En aquella circunstancia actuó valientemente, y apoyó en todo momento a la Reserva Federal, salvo algún instante de duda.

#### B. La política fiscal

La característica más distintiva de la política económica de la Administración Reagan es el enorme déficit en que ha incurrido a lo largo de todo el tiempo que ocupó la presidencia. Lo que más sorprende en este sentido es que en el curso de su campaña y en sus primeros discursos Reagan había calificado el déficit público como el enemigo público número uno y como el responsable de la supuesta "calamidad" que afligía a la economía de los Estados Unidos.

El cuadro 2 muestra los ingresos, los gastos y los déficit de la etapa Reagan y para ciertos años anteriores a la misma. Se observa en la línea 3 entre 1980 y 1986 el déficit, que ya era sustancial, se incrementó sin interrupción hasta alcanzar el 4'8 por cien del PNB, con un máximo de casi el 6 por cien en 1983. La cifra es todavía más impresionante si uno corrige los intereses de la deuda nacional según la pérdida de valor de la deuda pública como consecuencia de la inflación. Las cifras corregidas de la línea 4 muestran que el déficit ajustado según la inflación no fue importante en los años anteriores a 1981, y que el crecimiento entre 1981 y 1986 fue de 4 puntos porcentuales.

¿Cuál fue la causa de todo ello? La respuesta, en esencia, es que el déficit fue el resultado de los recortes que se operaron en los impuestos personales y de las empresas bajo la iniciativa de Reagan, y que se concretaron principalmente en la llamada Kemp-Roth Act, de Agosto de 1981. La medida se proponía reducir el impuesto sobre la renta de las personas físicas en un 25%, aproximadamente, a lo largo de un período de tres años. Además se establecieron programas especiales que permitían a los individuos deducir ciertas sumas de dinero (a veces sustanciales) de la renta imponible, con la condición de que tales sumas se colocaran en unas cuentas especiales de las que sólo podrían retirarse fondos una vez alcanzada la jubilación, bajo pena de fuertes penalizaciones fiscales. El más comprensivo de esos programas fue el IRA, al que podía acogerse todo el mundo, haciendo posible retirar 2.500 dólares por familia. Finalmente, grandes reducciones fiscales "incentivadoras" fueron ofrecidas a las empresas (amortización acelerada, créditos para la inversión). Todas esas reducciones, que fueron recortadas por leyes de 1982 y 1984, aunque sólo parcialmente, no fue

Cuadro 2  
Ingresos y gastos fiscales

	1965	1973	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
A) Totales										
1) Total										
Ingresos	18.0	19.1	20.0	20.2	20.9	20.5	19.4	19.2	19.6	19.8
2) Total										
Gastos	17.8	20.3	20.7	22.1	22.9	24.1	25.1	23.7	24.5	24.6
3) Superávit										
Déficit(-)	0.2	-1.2	-0.6	-1.9	-2.0	-3.6	-5.7	-4.5	-4.8	-4.8
4) Inflación										
Ajustada	0.3	-0.4	1.1	0.2	0.3	-1.9	-4.4	-2.9	-3.7	-3.8
B) Excluyendo la seguridad social										
5) Total										
Ingresos	14.7	13.7	13.9	13.9	14.3	13.6	12.6	12.4	12.6	12.6
a) Impuestos personales e ingresos no fiscales	7.6	8.4	9.1	9.4	9.7	9.9	8.8	8.2	8.8	8.6
b) Beneficios de las empresas/aumentos fiscales	4.0	3.2	3.1	2.6	2.3	1.7	1.6	2.0	1.7	2.1
c) Impuestos indirectos y otros	3.1	2.1	1.8	1.8	2.3	2.1	2.1	2.2	2.1	1.9
6) Total										
Gastos	15.2	15.9	14.9	16.5	16.9	17.7	18.4	17.3	18.1	17.8
a) defensa	7.3	6.0	4.8	5.1	5.4	6.0	6.4	6.2	6.5	6.5
b) no-defensa	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.3	1.9	2.2	2.2
c) transferencias										
pagos	1.9	2.6	2.5	3.4	3.4	3.6	3.8	3.1	3.1	3.0
d) donaciones, ayudas y otros	2.0	3.7	3.6	3.6	3.4	3.1	3.1	3.2	3.1	2.9
e) interés neto pagado	1.2	1.2	1.7	1.9	2.2	2.6	2.7	3.0	3.3	3.3
7) Superávit, déficit, netos	-0.5	-2.2	-1.0	-2.6	-2.6	-4.1	-5.8	-4.9	-5.5	-5.2

Fuente: Estadísticas históricas. Presupuesto de los Estados Unidos. Año fiscal 1987, publicado por el Executive Office of the President (1986).

ron condicionadas a variaciones simultáneas del gasto, aunque, todo sea dicho, no es probable que tales condicionamientos hubieran servido para nada.

La proposición de que las reducciones fiscales fueron el gran culpable ha sido rechazada por los que se oponen a la solución consistente en un amento de los impuestos. Estos señalan que de 1980 hasta hoy los ingresos federales no han disminuido apreciablemente. Esta proposición se ve apoyada por la línea 1, aunque, a la vista de las grandes reducciones fiscales, pueda resultar sorprendente. Pero esto lleva a argumentar que el culpable es el aumento del gasto, que subió en más de 3'2 puntos porcentuales (veáse la línea 2), reflejando, para los consevadores, la tendencia del Congreso a "gastar, gastar y gastar". Según ellos, lo que la Administración hizo fue evitar que los elevados gastos se tradujeran en más elevados impuestos, y posiblemente en gastos aún mayores.

Sin embargo, este argumento es fundamentalmente erróneo, porque no separa dos componentes completamente distintos que aparecen unidos en el presupuesto norteamericano. Estos son el gobierno propiamente dicho y la Seguridad Social. Lo que interesa aquí es el presupuesto del gobierno.

Las cuotas de la Seguridad Social fueron aumentadas sustancialmente a raíz de la reestructuración de la misma en 1983. Como resultado de ello, cuando contemplamos los otros ingresos, según se ve en la línea 5 del cuadro 2, la impresión que recibimos es muy distinta. En primer lugar, lo que se lleva el gobierno resulta ser sorprendentemente pequeño, en general por debajo del 15 por cien, lo que concuerda con nuestras apreciaciones anteriores que indicaban que

la economía de los Estados Unidos es una de las menos gravadas. En segundo lugar, como podía esperarse, el porcentaje de impuestos se ha reducido de hecho desde 1981 hasta 1'7 puntos porcentuales por debajo de 1980 (veáse la línea 5 del cuadro 2 y la línea 2 del cuadro resumen). Esto supone una disminución del 12 por cien, aproximadamente, que resulta de un recorte del 11 por cien de los impuestos personales y del 13 por cien del impuesto de sociedades ("corporate taxes"). Paralelamente, el gasto (como proporción del PNB) se elevó apreciablemente, alcanzando el incremento 0'9 puntos porcentuales en 1986 (veáse la línea 6 del cuadro 2). Por consiguiente, el déficit federal propiamente dicho se elevó en 2'6 puntos porcentuales (línea 1 del cuadro resumen). (Esto equivale casi exactamente al crecimiento del déficit global -2'9- dado que la variación del déficit de la Seguridad Social fue próxima a cero)

Ahora bien, cuando miramos cuales fueron los gastos que cambiaron, las cifras que aparecen en el cuadro resumen resultan muy ilustrativas. Los gastos distintos de los de defensa (línea 5) disminuyeron de hecho apreciablemente: en 1'2 puntos porcentuales, o casi el 15 por cien, un importe que casi compensa la caída de los ingresos fiscales. Pero el déficit creció el 2'6% a causa del aumento de 1'1 puntos porcentuales de lo gastado en defensa (línea 4) y del incremento -gradual pero ininterrumpido- del capítulo intereses (línea 6), que lo hizo en 1'1 puntos porcentuales, o 50 por cien, lo que supuso el aumento de casi el 50% de la ratio deuda nacional/PNB.

Variaciones fiscales- Cuadro resumen	
Las variaciones del déficit, 1981-1986	Porcentaje del PNB
1. Incremento total	2'6
2. Reducción de los ingresos	1'7
3. Incremento del gasto	0'9
4. Defensa	1'1
5. Los demás excluido defensa	-1'2
6. Intereses	1'1

Una interpretación sugestiva del cuadro es que Reagan tuvo un gran éxito al conseguir una parte de su programa que ocupaba un lugar central en el pensamiento de los economistas de la oferta: la reducción impositiva y la compensación de la pérdida en ingresos con la disminución de los gastos no-militares. El éxito de consideración, si se tiene en cuenta la tendencia ascendente, en años anteriores, tanto del gasto como de los impuestos personales.

Desgraciadamente, esta parte del programa chocó con otra parte del mismo: la escalada de los gastos de defensa, los cuales, a pesar de una gran oposición, condujeron a un aumento del 20 por cien del peso de defensa en el PNB. Todo eso condujo al endeudamiento, dada la resistencia de Reagan a aceptar una subida de impuestos y su incapacidad para recortar aún más los gastos no militares, dada la oposición del Congreso. Con el incremento de la deuda se produjo un aumento de los intereses que al término del período representaban la mitad de la subida del déficit de 1981 a 1986.

Un punto interesante es cómo pudo producirse un déficit tan considerable y cómo puede ser tolerado durante tantos años. Según un punto de vista cada día más aceptado, no hay nada nuevo o deplorable en el déficit de Reagan, porque en cualquier gobierno democrático el proceso de elaboración del presupuesto lleva implícita una tendencia al déficit ("in any democratic government the budget-making process has a built-in bias toward deficit") (Buchanan, 1985).

Un examen del presupuesto de los Estados Unidos en los últimos cien años (Veáse Modigliani y Modigliani, 1987) muestra que por lo menos hasta 1970 no hubo déficit significativos, si se dejan aparte las dos grandes guerras y la Gran Depresión. Sólo en diez ejercicios excedieron los déficit la mitad del 1 por cien del PNB, y en 22 años se obtuvieron superávit de por lo menos el 0'50 por

cien. Entre 1970 y 1980 hubo numerosos déficit, muchos más del 1 por cien, con todo, la mayoría de estos déficit resultan insignificantes si se realizan los correspondientes ajustes, bien en razón de las distorsiones cíclicas, bien de la inflación.

Por consiguiente, se puede rechazar la opinión según la cual, en una sociedad democrática, existe una inclinación congénita al déficit. Por lo menos en el caso de Estados Unidos, los enormes déficit iniciados en 1983 representan una aberración única. Y lo que los hace todavía más sorprendentes es que un estudio de la opinión pública indica que, ya en los años 80, la gente se mostraba opuesta a las reducciones fiscales que conducían a un déficit presupuestario (Modigliani y Modigliani, 1987), actitud que concuerda con la que impidió la aprobación del famoso recorte fiscal propuesto por el Presidente Kennedy en 1963.

No podemos ofrecer una explicación de peso, pero sí estamos en condiciones de hacer algunas consideraciones que ayuden a comprender, por lo menos en parte, la aparición y persistencia del déficit. Cuando el presidente Reagan presentó al Congreso el proyecto de reducción fiscal, ni él ni, presumiblemente, la opinión pública sabían o esperaban que el resultado sería este déficit desastroso (Stoccken, 1986) Una razón importante que lleva a pensar ésto es la amplia aceptación que tuvo la llamada doctrina de Laffer, según la cual una reducción de los impuestos no se traduciría en una disminución de los ingresos, que podían verse incluso aumentados, teniendo en cuenta que los recortes, a juicio de los economistas de la oferta, estimularían la expansión. Esta conclusión está respaldada por lo -- ocurrido cuando la reducción fiscal de Kennedy Johnson de 1964. Aquel recor--

te fue seguido, en efecto, de unos mayores ingresos. Pero, naturalmente, las circunstancias eran entonces muy distintas. En efecto, a principios de la década de los 60 había una gran disponibilidad de mano de obra, lo que hizo posible una fuerte expansión del empleo y de la producción. En el momento de iniciar Reagan su política, en cambio, las posibilidades de un rápido crecimiento del empleo eran pequeñas, dada la política que llevaba a cabo el Fed de combatir la inflación con un ejército de reserva de parados. Sea como fuere, no hubo una expansión vigorosa, inmediata, de la renta, después de la reducción fiscal de 1982, y por esto no debe extrañar que los ingresos fiscales descendieran.

Una vez que el déficit se hizo evidente, todo el mundo puso el grito en el cielo y pidió que se redujera. Desgraciadamente, se produjo una situación -"an impasse"- que dió lugar a que pareciera que el déficit iba a continuar creciendo descontroladamente. El presidente, en efecto, estaba a favor de recortar los gastos no militares, pero prefería cargar con el déficit que dejar de gastar en defensa o que aumentar los tributos. El Congreso, por el contrario, estaba dispuesto a reducir los gastos de defensa y a aumentar la fiscalidad, pero prefería mantener el déficit que recortar aún más los gastos no militares. Así, el déficit, aunque no deseado por nadie, fue la única salida posible.

Otras dos razones pueden haber contribuido a la inercia que hizo que no se aplicaran remedios inmediatos. Primero, la Administración y sus defensores conservadores contemplaron sin duda el hinchado déficit como un elemento susceptible de frenar el incremento de los gastos. Segundo, el público ha tendido

a juzgar los efectos del déficit con el criterio ampliamente utilizado en años recientes por los medios de información para valorar los resultados económicos, es decir, a través de lo que ocurre respecto a la inflación y respecto al paro. Si el déficit era malo para la economía, debía haber incrementado esas dos magnitudes. Esta interpretación era, por supuesto, incorrecta, puesto que los déficits fiscales, normalmente, tienen poca relación con la inflación y, por otra parte, más bien tienden a aumentar el empleo. Por esto, ante la sorpresa de la gente, tanto la inflación como el paro continuaron descendiendo después de la explosión del déficit, aunque esto debió ser esperado si se considera que el desempleo siguió situado por encima del NAIRU. Paralelamente, la conexión entre el déficit y factores negativos tales como el déficit comercial, las distorsiones en la industria y los altos tipos de interés pasó desapercibida. Además, las reducciones fiscales proporcionaron la sensación de un mayor bienestar, si bien esto sólo reflejó la aceptación del principio "disfrute ahora y pague después" que caracteriza al déficit público. Todo esto explica que se generalizara el sentimiento de que los déficits no eran después de todo tan malos, y de que no exigían un remedio urgente.

La parálisis se vió sólo alterada en 1985 por la ley Gramm-Rudman-Hollings, destinada a hacer posible una reducción gradual del déficit a través de la puesta en práctica de ciertos automatismos y como medida de última instancia. Tal ley puede ser criticada por muchos motivos, pero está resultando útil para los fines perseguidos.

La última actuación fiscal importante de la Administración Reagan fue la

Tax Reform Act, la cual, tras una larga lucha, fue aprobada en Octubre de 1986. Dicha ley no fue diseñada para modificar los ingresos sino para eliminar lagunas fiscales a cambio de una gran reducción de la progresividad del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Bajo la nueva ley hay sólo tres categorías impositivas: 15, 18 y 33 por cien. No hay duda que el espíritu de la misma va en la buena dirección, aunque muchas lagunas han quedado inalteradas. El principal problema es que, con objeto de que la ley resultara políticamente aceptable, fué necesario asegurar que ningún grupo importante saldría muy perjudicado. Esto sólo pudo obtenerse sacrificando algunos ingresos que el Congreso, con el consentimiento de la Administración, compensó con el incremento equivalente de la imposición sobre las empresas. Así, aunque el tipo del impuesto sobre sociedades fue reducido del 46 al 34 por cien, muchos de los incentivos a la inversión otorgados en 1981, y que afectaban principalmente al equipo, fueron eliminados o, incluso, reducidos por debajo de los niveles anteriores a 1981. (Véase Blanchard, 1987).

Esta alteración caprichosa de la política anterior en materia de estímulos a la inversión puede tener -en el contexto de una economía abierta- efectos negativos de consideración sobre la formación de capital.

### III. Ahorro, inversión y déficit fiscal y comercial

#### 1. Medidas para incrementar el ahorro y sus efectos

El principal objetivo y la primera justificación de la reforma fiscal de

1981 fueron estimular el ahorro a través del incremento de los rendimientos obtenido con una imposición menor sobre los ingresos patrimoniales ("property income") -paralelamente a la disminución de los impuestos sobre otras rentas-, así como promocionar la inversión por medio de distintos incentivos fiscales. Los economistas keynesianos se suelen mostrar escépticos ante este planteamiento. Por lo menos en una economía cerrada, los incentivos para invertir no incrementarán la inversión salvo en el caso de que el ahorro también aumente. Hay dos maneras de que esto ocurra. La primera es a través de un mayor empleo y de una mayor renta. Esta vía, sin embargo, estaba casi cerrada entonces porque, si bien existía un paro considerable, en especial en los años 1982-83, éste era una parte esencial de la estrategia del banco central para conseguir la desinflación. El segundo mecanismo mediante el cual el ahorro puede aumentar para una renta dada es a través del mayor rendimiento de las carteras familiares previsto por la reforma ("the higher return on the household portofolio engineered by the reform.") Pero también esta segunda alternativa parecía dudosa, pues la elevación de los rendimientos del ahorro individual no supone necesariamente el incremento del ahorro nacional. Cuando el aumento de los rendimientos privados es financiado con la subida del déficit público, la condición necesaria para un incremento del ahorro nacional no es la subida del ahorro privado de los beneficiarios, sino una disminución de su tasa de consumo privado. Ahora bien, como es bien sabido, el efecto, en la tasa de consumo, de unos rendimientos más elevados puede, en principio, ir en cualquier dirección, dependiendo de si el efecto substitución de los más elevados rendimientos excede o, por el contrario, no alcanza el efecto renta. A pesar de los numerosos estudios realizados, parece haber poca seguridad incluso sobre el signo del efecto, por lo que no sería sorprendente que el efecto fuera

insignificante. Obsérvese que si unos mayores incentivos para invertir no consiguen generar más ahorro y la producción no puede aumentar de forma apreciable, su único efecto será la elevación de los tipos de interés y de la consiguiente recompensa del capital accional.

Una razón adicional que explica por qué los defensores de la Administración confiaron en un fuerte aumento del ahorro privado reside en la creencia de que un incremento del déficit debe dar lugar a un aumento paralelo del ahorro privado y, por consiguiente, no tiene por qué afectar al ahorro nacional. Este punto de vista, como se sabe, conocido como el principio de la equivalencia de Ricardo ("the Ricardian equivalence proposition") porque dicho economista fue el primero en proponerlo (y en rechazarlo) (Ricardo, 1817, pp. 138-139), ha sido revisado más recientemente por Barro (1974). Descansa en la noción de que una reducción de los impuestos financiada con déficit no mejora la situación del público, dado que la elevación de la renta, una vez pagados los impuestos, es anulada precisamente por el aumento del nivel actual de la tensión ("the present value of the strain") producida por los impuestos futuros que se necesitarán para servir la superior deuda. En consecuencia, la gente no debería aumentar su consumo y, en cambio, debería incrementar el ahorro en una proporción equivalente a la reducción fiscal y al aumento del déficit como previsión ante los impuestos futuros.

Pero esta conclusión sería una deducción válida de un comportamiento racional sólo si la vida de las personas fuera ilimitada. No se justifica siendo la vida limitada. Por lo tanto, en ausencia de legados, sólo una fracción de

las obligaciones derivadas del incremento de la deuda nacional recae sobre la generación presente y puede ser compensada con un ahorro superior (cf. Modigliani y Modigliani, 1983). Para llegar al resultado de Barro debe concebirse un hipotético y extraño legado universal. Pero incluso en tal caso la conclusión no sería válida, y esto por diferentes razones. Por ejemplo, los individuos pueden ser incapaces de conseguir la mejor distribución de recursos entre ellos y sus sucesores porque esto exigiría la transferencia de recursos de los herederos a ellos mismos, lo que en general no es posible (excepto a través de un déficit público). Las implicaciones de este análisis, según las cuales el déficit fiscal no incrementa apreciablemente el ahorro privado -o, lo que es equivalente, que el aumento de la deuda nacional no incrementa significativamente el patrimonio privado neto ("does not significantly add to private net worth") han sido verificadas mediante varios estudios empíricos (véase Modigliani 1966, 1983, 1987; Modigliani and Sterling, 1983).

En resumen la administración confiaba en la Reaganomía -recortes fiscales e incentivos a la inversión- para conseguir un aumento substancial del ahorro privado, el cual debía haberse incrementado aún más con el incipiente déficit a través del efecto Barro. Por el contrario, los Keynesianos se mostraban escépticos sobre los dos efectos y esperaban pocas variaciones en cuanto al ahorro, aunque sí presumían que iba a producirse un incremento de los tipos de interés (cf. Modigliani, 1981).

Lo ocurrido realmente con las diferentes valoraciones del ahorro aparece en el cuadro 3. La línea 1 muestra el curso del ahorro privado según estimaciones

Cuadro 3  
Ahorro privado y nacional-Tasas de inversión

	1960-69	1970-79	1981	1984	1985	1986
(1) Ahorro personal Ratio (NIA)	6.7	8	7.5	6.1	4.5	4.3
(2) Ahorro personal (NIA)+ bienes duraderos (SEC)	10.0	11.4	9.2	9.9	8.5	8.5
(3) Ahorro privado (línea 2+ahorro empresas) como fracción de la renta privada libre de impuestos	14.3	14.4	11.1	12.9	11.6	11.3
(4) Igual que (3) pero basado en la medida SEC	16.2	16.5	15.9	18.6	15.8	15.6
(5) Ahorro nacional neto como fracción del PNB	10.1	9.5	6.9	6.7	5.2	4.8
(6) Importaciones de capital/ PNB	0.6	0.3	-0.3	2.4	2.9	3.4
(7) Formación de capital inte- rior neto/PNB	9.3	9.3	6.7	9.2	7.9	8.1
(7') Formación de capital inte- rior neto sin bienes durā- deros/PNB	7.1	6.8	5.5	6.6	5.1	5.1
(8) Formación capital interior bruto/PNB	24.1	25.3	24.8	26.5	25.2	23.3
(8') Formación capital interior bruto sin bienes durade- ros/PNB	15.6	16.4	16.9	17.6	16.0	15.8
(9) Inversión bruta en plantas y equipos/PNB	9.8	10.7	12.1	11.0	11.0	13.3
(10) Inversión bruta en equipo/ PNB	6.2	7.0	7.6	7.2	7.2	7.1
(11) Inversión neta en equipo/ PNB	1.8	2.0	1.5	1.4	1.4	1.3
(12) Variación productividad en industria	2.7	2.5	2.2	5.4	5.2	3.7
(13) Variación productividad global.	2.8	1.3	1.4	2.5	1.8	1.9

## Fuentes:

1960-81: Economic Report of the President. Enero 1987 (ERP)

1984-86: Economic indicators. Agosto 1987 (EI)

Flow of Funds Accounts. Segundo trimestre 1983 (FOF)

## Nota:

NIA = National Income Accounts

SEC = Securities and Exchange Commission

de la National Income Accounts para determinados períodos. Es evidente que la cifra para 1981 es aún similar a la de la experiencia histórica, pero que a partir de aquel año el ahorro desciende. En 1986 la tasa está más de 1'5 puntos porcentuales por debajo de cualquier otra cifra de la línea. Esta circunstancia sugiere que las medidas tomadas en el marco de la economía de la oferta para aumentar el ahorro resultaron ineficaces, aparte de contradecir la proposición de Barro.

Sin embargo, puede argüirse que el ahorro personal, esto es, la renta disponible menos el gasto en consumo, no es una buena medida del ahorro del sector privado, que es lo que en definitiva interesa. En primer término, trata las compras de bienes de consumo duradero como si fueran consumo corriente, cuando sólo la depreciación del material debería ser incluida en el consumo, dejando el resto como inversión neta que debe añadirse al ahorro personal. El efecto de esa inclusión aparece en la línea 2, y pone de relieve la importancia de la inversión duradera en la economía norteamericana. También muestra que la medida alternativa es algo más estable a corto plazo, confirmando que cuando el público compra más bienes duraderos tiende a ahorrar menos en otros campos. También se ve que la tasa corregida de ahorro de los últimos años es apreciablemente menor que la media de la década, aunque el descenso a partir de 1981 es modesto, en el mejor de los casos. La línea 3 ofrece una medida alternativa del ahorro, la ratio del ahorro privado ("the private saving ratio") -esto es, del ahorro familiar más el ahorro familiar de las empresas- como porcentaje del ahorro privado libre de impuestos, es decir, renta disponible más ahorro de las empresas. Este concepto debe ser considerado como el más relevante, puesto que representa el ahorro nacio

nal total fuera del ahorro del sector público. Por otra parte, el ahorro de las empresas es, en último término, ahorro de las familias (en forma de plusvalías del capital). De ahí que pueda suponerse un cierto grado de sustitución entre ahorro de las empresas y ahorro personal, por lo menos a largo plazo. Finalmente, debe considerarse que las cuentas de la renta nacional no corrigen los intereses pagados o percibidos como consecuencia de la inflación. Por consiguiente, en casos de una inflación significativa, el ahorro de las familias (acreedores) es sobreestimado, mientras que el de las empresas (deudores) es subestimado. La línea 3 muestra de nuevo un apreciable descenso en relación con los años 60 y 70, pero no presenta alteraciones significativas desde 1981.

La siguiente línea, la 4, ofrece una serie similar a la 3, salvo que la componente del ahorro personal es una estimación de la Securities Exchange Commission (SEC) basada en las variaciones de los activos y pasivos en los que el ahorro se formaliza. En principio, este enfoque es sólido, pero, desgraciadamente, los componentes resultan difíciles de estimar con precisión, lo cual limita la fiabilidad de la serie, en especial la de sus variaciones a corto plazo. Pero incluso teniendo en cuenta estas insuficiencias, resulta de interés observar que dichas estimaciones confirman que se produjeron pocos cambios a partir de 1981 y, en realidad, a lo largo de todo el período.

Para resumir, la medida más comunmente utilizada sugiere un notable descenso del ahorro desde el principio de la administración Reagan. Las otras medidas, más sofisticadas y relevantes, señalan ligeros cambios sistemáticos del ahorro privado, lo que permite pensar que las medidas de la Administración fueron ineficaces

ces y que el análisis de Barro no tiene confirmación empírica.

La combinación de un ahorro privado estable y de un gran incremento del déficit fiscal dió lugar, naturalmente, a una importante caída del ahorro nacional, como se demuestra en la línea 5. (Obsérvese, sin embargo, que los datos de esta línea y de las siguientes no son estrictamente comparables con los de las líneas 1 a 4 por estar expresados como ratios respecto al PNB). Lo que queda claro es que ya en 1981, con un déficit de alrededor del 2 por cien del PNB, la tasa del ahorro nacional estaba muy por debajo de los niveles históricos, y que en 1986 estaba aún más abajo, en la mitad, o aún menos, de esos niveles.

## 2. Repercusiones para la inversión y para el déficit exterior

Si Estados Unidos hubiese sido una economía cerrada, la caída del ahorro nacional habría significado una reducción proporcional de la inversión y la subida de los tipos de interés. Estos subieron, en efecto, e incluso antes del recorte fiscal de 1982 (cf. cuadro 4, A). Pero la temprana subida reflejó tanto la creciente inflación de 1980-81 como la política monetaria restrictiva que condujo a la contracción de 1981-82. Desde mediados de 1982 todos los tipos empezaron a descender, y bastante intensamente, bajo el impacto de la contracción. Sin embargo, la inflación también se reducía, incluso más rápidamente, de forma que los tipos reales se elevaron ostensiblemente hasta 1982, permaneciendo en un elevado y excepcional nivel hasta 1985 (cuadro 4, línea C), reflejando, según se ha de suponer, el movimiento descendiente de la oferta de fondos para la inversión debido al déficit, y el movimiento ascendente de la demanda de tales fondos, debida a

Cuadro 4  
Tipos de interés y de cambio

(1) Tipos de interés							
Corto plazo							
(A) Nominales	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
EE.UU.	11.6	14.1	10.7	8.6	9.6	7.5	6.0
Alemania	7.4	9.8	6.2	6.0	5.2	4.2	3.9
Japón	11.4	7.6	6.8	6.5	6.3	6.5	5.0
(B) Inflación IPC							
EE.UU.	10.5	9.0	5.6	4.1	4.0	3.7	2.6
Alemania	5.4	6.3	5.3	3.5	2.4	2.2	-0.2
Japón	5.7	4.9	2.8	1.9	2.2	2.0	0.6
Corto plazo							
(C) Reales							
EE.UU.	1.1	5.1	5.1	4.4	5.6	3.8	3.4
Alemania	2.0	3.5	0.9	2.2	2.8	2.0	4.1
Japón	5.7	2.7	4.0	4.6	4.1	4.5	4.4
Largo plazo							
(D) Tipo de interés							
Nominales	11.6	13.9	13.0	11.1	12.4	10.6	7.7
EE.UU.	8.5	10.4	9.0	7.	7.8	6.9	5.9
Alemania	9.2	8.7	8.1	7.	6.8	6.3	5.0
Japón							
(E) Reales							
EE.UU.	1.1	4.9	7.4	6.9	8.4	6.9	5.1
Alemania	3.1	4.1	3.7	4.5	5.4	4.7	6.1
Japón	3.5	3.8	5.3	5.5	4.6	4.3	4.4
(2) Tipos de cambio (multilaterales)							
(1973=100)							
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Nominales	87.4	102.9	116.6	125.3	138.3	143.2	112.0
Reales	84.8	100.8	111.7	117.3	128.5	132.0	103.4

## Fuentes:

## 1. Tipos de interés

(A) Para EE.UU. y Alemania-Tipos de las letras del Tesoro-International Financial Statistics (IFS), Dic. 1987  
Para Japón-Federal Reserva Bulletin

(B) Para EE.UU.-ERP  
Para Alemania y Japón-International Finance Statistics

(C) = (A) y (B)

(D) International Finance Statistics. Diciembre 1987

(E) = (D) y (B)

## 2. Tipos de cambio-ERP

los incentivos para invertir. Pero aún así el nivel se mantuvo bajo por el hecho de que Estados Unidos fuera una economía abierta, que funcionaba bajo un régimen de cambios flexibles y con una substancial libertad de movimientos de capital.

Bajo esas circunstancias, la subida de los tipos reales norteamericanos llevó a un aumento del margen ("the spread") entre los tipos de Estados Unidos y los extranjeros, al tiempo que otros países tendían a seguir el movimiento norteamericano, pero sólo parcialmente ( cf. líneas C y E). Como consecuencia de ello, grandes masas de capital fueron atraídas hacia Estados Unidos, con el consiguiente deterioro de la balanza por cuenta corriente de este país, que pasó de un excedente de 11 m.m. en 1981 a un déficit de 140 m.m. en 1986. Este deterioro fue el resultado de la persistente apreciación del dólar, que duró desde 1981 hasta 1985 (cuadro 4, F).

El aumento de las importaciones de capital compensó la disminución del ahorro nacional, en provecho de la inversión neta, que de hecho subió algo entre 1981 y 1986 (cuadro 3, línea 7), si bien en promedio se situó aún por debajo de los niveles históricos. Si en vez de contemplar la inversión neta observamos la inversión bruta (cuadro 3, línea 8), como al Administración gusta de hacerlo, encontramos que la tasa de los años 80 se compara favorablemente con la de los años 60 y 70. Pero esto es así porque en los años 80 la tasa de depreciación estimada tendió a elevarse, reflejando probablemente una vida del capital algo más corta. Además, la subida de las líneas 7 y 8 refleja un aumento de las compras de bienes duraderos. Si estos se excluyen, se encuentra un descenso (o por lo menos no

un aumento) de la inversión, tanto neta como bruta. Por consiguiente, la política presupuestaria condujo a una importante revaluación del dólar y a un gran déficit corriente, sin conseguir la expansión substancial de la inversión que aquella debía traer consigo.

El episodio descrito más arriba encaja, en general, en el aceptado paradigma basado en los trabajos de Fleming y Mundell. Con todo, si se examinan de cerca algunos de sus detalles se descubren algunos enigmas. Para empezar, ¿cómo se explica que las importaciones de capital subieran más, por lo que parece, en relación con el PNB, que el crecimiento del déficit (3'7 versus 2'4; véanse líneas 6 y 7) haciendo posible que la inversión neta aumentara, pese a que el ahorro privado se mantuviera igual (línea 3)? El paradigma standard más bien sugeriría que el déficit fiscal, al elevar los tipos de interés, debía eliminar cierto volumen de inversión interna, al tiempo que atraía sumas más o menos importantes de capital exterior. Hay varias posibles explicaciones. La más plausible es la que atribuye el hecho a los grandes incentivos ofrecidos por la reforma fiscal de Reagan. Esta elevó la demanda de fondos de inversión privados, y probablemente habría conducido a la importación de capitales incluso sin el descenso de la oferta de capital debida al déficit.

Otra explicación es la que ha dado la Administración, es decir, que la entrada de capital no fue tanto debida a los intereses más altos cuanto a un voto de confianza en la Administración. Esta mayor confianza se habría traducido en un movimiento ascendente de la oferta de fondos de inversión, manteniendo bajos los tipos de interés e incrementando las importaciones de capital. Otra explicación

que se ofrece a veces del gran déficit es el estancamiento casi total de las economías europeas y la reducción de la actividad en Japón durante los años 80, lo que produjo que nuestra demanda de importaciones creciera en relación con la de los citados países. Pero esta explicación puede ser objetada, dado que el diferente aumento de la demanda debía reflejarse en una mayor debilidad de la moneda del país con un crecimiento más rápido y con un déficit por cuenta corriente.

Todavía otra explicación está relacionada con algunos interrogantes en cuanto al comportamiento del tipo de cambio. El diferencial del tipo de interés real muestra un máximo alrededor de 1982, después de lo cual tiende a descender, pero con grandes oscilaciones (véase el cuadro 4). Por otra parte, el tipo de cambio real empezó a subir en 1981, y siguió subiendo continuamente - hasta el primer trimestre de 1985. Un argumento con el que se ha pretendido explicar este comportamiento anormal sugiere que el mismo se debe a un movimiento especulativo esporádico alentado por el rápido incremento del tipo de cambio entre 1980 y 1982. Este fenómeno, naturalmente, habría dado ímpetu también a la corriente de capital. La hipótesis de la burbuja especulativa se ve confirmada por el repentino fin de la apreciación, a principios de 1985, como consecuencia, tal vez, de haber caído en la cuenta, ante el volumen alcanzado por el déficit comercial, de que, a largo plazo, no podría mantenerse la elevada cotización del dólar. Tal hipótesis, sin embargo, pierde consistencia - cuando se piensa en la relativamente lenta disminución del valor del dólar que siguió después. Uno esperaría que una burbuja se deshinchara rápidamente después de haber sido pinchada. Tal lento declinar -aunque doloroso para no pocos inversores extranjeros- continúa siendo un enigma aún hoy. Otro enigma

está constituido por la lentísima respuesta de la balanza por cuenta corriente ante la devaluación del dólar.

3. Consecuencias de las políticas fiscal y monetaria ("fiscal monetary mix") en la economía interna y en la internacional

¿Cuáles fueron las consecuencias de las políticas fiscal y monetaria, así como del déficit exterior resultante, en la economía interna?.

En un principio, la Administración se mostró satisfecha por la entrada de capital extranjero, toda vez que protegía la inversión contra los efectos negativos del déficit. El punto de vista según el cual no hay razón para preocuparse con los déficit públicos siempre que puedan financiarse desde fuera es tan erróneo como la opinión, a veces popular y diametralmente opuesta, - según la cual los déficit sólo son malos si se financian desde el exterior. El efecto esencial de un déficit en una economía cerrada es abusar de las disponibilidades de capital y reducir la renta de las futuras generaciones a través de la disminución del ahorro nacional y, por consiguiente, de la inversión. Si la economía es abierta y el importe del déficit se toma a préstamo en el exterior, la entrada de los recursos extranjeros puede evidentemente utilizarse para evitar el descenso de la inversión. No obstante, el déficit fiscal continuará ocasionando una caída del ahorro nacional y de la formación de capital privado propio. Esto es así porque los rendimientos de la inversión financiada desde fuera pertenecen a los extranjeros y se pierden para el interior, lo que viene a ser igual a una reducción de la inversión.

Lejos de resultar una ayuda, el déficit exterior ha sido una fuente de serios problemas. El más serio es el daño que la apreciación ha causado a la exportación y a la substitución de importaciones. Muchas firmas se han visto obligadas a cerrar o a reducir sus actividades, y muchos empleos se han perdido en dichos sectores, a veces muy concentrados geográficamente. Por supuesto, los que perdieron su empleo han podido encontrar uno nuevo en otras partes, en la medida que el efecto deflacionista del déficit comercial fue compensando con el efecto expansivo del déficit fiscal y del mayor consumo. Pero hubo una considerable pérdida social y mucho despilfarro, dado que muchas de las actividades interrumpidas deberán restablecerse cuando se avance de nuevo -como se ha empezado a hacer ya- hacia una situación sostenible a largo plazo, en la que haya menos déficit fiscal -si no superávit-, en especial teniendo en cuenta las sumas que se necesitarán para el servicio de la deuda.

Una segunda consecuencia seria del déficit comercial ha sido la atmósfera proteccionista a que ha conducido la falta de competitividad. La pérdida de mercados ha sido generalmente interpretada como un reflejo de la incapacidad de las empresas norteamericanas para competir o para hacer frente a las prácticas desleales de sus competidores, por lo que se ha pedido protección. Pocos parecen darse cuenta de que fue la subida del dólar la que situó los precios de Estados Unidos fuera del mercado. Hasta ahora, la corriente proteccionista no ha causado ningún desastre gracias a la perseverante política anti-proteccionista del presidente Reagan, al cual debe reconocérsele este mérito, pero sin olvidar que este problema no se hubiera planteado de no haber sido por su política fiscal. Sea como fuere, el peligro proteccionista sigue ahí, amenazante.

Otros varios efectos negativos de la fórmula monetario-fiscal utilizada se refieren a la economía del resto del mundo. Como es bien sabido, los elevados tipos de interés -así como la alta cotización del dólar- resultantes de tal política han tenido repercusiones importantes en los países deudores (contribuyendo a agravar una crisis que sigue en buena parte sin resolver), creando además una permanente amenaza para la estabilidad económica mundial. Según algunas opiniones, nuestra política jugó también un importante papel en el "estancamiento europeo" de los años 80, un período durante el cual el crecimiento fue muy lento, especialmente en la Comunidad Europea, y durante el cual aumentó fuertemente el paro (véase, v.g., Dornbusch y otros, 1986, y Blanchard y Dornbusch, 1986). Muchos de esos países (v.g., Alemania, R.U., Francia, Italia y Japón) tuvieron déficit fiscales sustanciales durante los años 70. Y aunque esos déficit fueron en parte ficticios, al ser consecuencia de un cálculo erróneo de la inflación, muchos países, y en especial Alemania, R.U. y Japón, decidieron que era económicamente aconsejable emprender una política fiscal más conservadora. Por consiguiente, adoptaron medidas para reducir e incluso eliminar los déficit, consiguiendo por cierto buenos resultados. Tal política podía tener sentido si se dirigía -como probablemente era el caso- a elevar el ahorro nacional de forma que pudiera tener lugar un aumento de la tasa de inversión. Pero para que esto ocurriera no era suficiente que aumentara la oferta de ahorro. Era necesario, además, que se expandiera la demanda de inversión a través de unos menores tipos de interés y de la adecuada política monetaria. A falta de tal política, la austeridad fiscal podía conducir en una menor renta global más que a una mayor inversión. Desgraciadamente, justo en el momento en que hubieran sido necesarios unos tipos más bajos, los Estados Unidos iniciaban la etapa de los grandes déficit que daban lugar a una escalada de los tipos de -

interés reales sin precedentes desde la guerra. Como consecuencia de ello, los países europeos, en vez de distender la política monetaria, se vieron obligados a acercar sus tipos a los de Estados Unidos. De no haberlo hecho, se habrían producido aún mayores salidas de capital, agudizando aún más la depreciación de sus monedas, con lo que habría aumentado el ya preocupante déficit comercial norteamericano y, sobre todo, se habría estimulado aún más la inflación. Como se esperaba, la combinación de unas políticas fiscal y monetaria más restrictivas tuvo unos efectos devastadores sobre el empleo y sobre el paro, más que anulando el efecto creador de demanda de unas mayores exportaciones. Como resultado de todo ello, la tasa de desempleo en el Mercado Común, ya elevada a principios de los 80 (aproximadamente el doble que en los comienzos de los 70), subió aún más en 1981 y 1982 como consecuencia de la segunda crisis del petróleo y de la aguda contracción norteamericana de 1982. Continuó subiendo, incluso después de 1982, cuando el paro en Estados Unidos estaba siendo rápidamente reabsorbido. A su vez, la evolución distinta, en Norteamérica y Europa, de la producción y del empleo, contribuyó a exacerbar los desequilibrios internacionales con el aumento del déficit norteamericano y de los excedentes europeos, en especial el de Alemania, aparte del de Japón.

Otro aspecto negativo de la subida de la deuda exterior es su contribución a la inestabilidad global potencial. A causa de los sucesivos grandes déficits, los Estados Unidos dejaron de ser primer acreedor mundial (con unos créditos netos de alrededor de 150 m. m. en 1983), para convertirse en el primer deudor, con una deuda neta de centenares de miles de millones, y obligaciones globales por más de 1 billón de dólares a últimos de 1987, y en rápido aumento. Un volumen de compromisos de esta magnitud, la mayoría en forma líquida, tiende a definir el espectro de una huída masiva. La preocupación es especialmente fuer

te en los tiempos actuales a causa de la posibilidad -sugerida por el persistente gran déficit comercial, a pesar de la devaluación que se ha producido desde 1985- de que el dólar se encuentre aún excesivamente sobrevalorado. Una huída masiva fuera del dólar podría resultar muy negativa para la economía mundial, dada la imposibilidd, a corto plazo, de transferir realmente grandes sumas de capital a través de la balanza por cuenta corriente. Ello tendría que manifestarse en forma de una caída drástica del tipo de cambio del dólar (la llamada caída libre). Para empezar, esto supondría una disrupción del comercio exterior y sería una razón importante de inflación. Además, la Reserva Federal, casi con toda seguridad, se vería forzada a responder con una aguda elevación de los tipos de interés, con las consiguientes repercusiones desfavorables en la Bolsa y en la actividad interior, las cuales se extenderían con toda probabilidad al resto del mundo. Uno espera que este guión permanezca inédito, pero sin duda es una fuente de intranquilidad para el mercado financiero y para todos los demás.

#### IV. Producción, empleo, productividad

Un objetivo central de la Administración era la promoción de una expansión vigorosa de la producción. Esto iba a realizarse con una "política de la oferta" ("supply policies") que generará elevados "inputs" de capital y trabajo, y que se tradujera en una mayor productividad. Unos impuestos personales más bajos habían de promocionar los incentivos para una mayor laboriosidad y para una más grande participación de la mano de obra, conduciendo todo ello a un mayor empleo, asimismo a través de la reabsorción del exceso de paro (aunque, como vimos, en realidad había poco exceso de paro). Los menores impuestos y un mayor rendimiento del capital iban también a influir en el incremento de la productividad al proporcionar más ahorro con el que financiar la inversión. Por otra parte, la desregulación tenía también su parte en la elevación de la productividad.

¿Cómo funcionaron las diferentes ruedas transmisoras y cuán cerca se estuvo de conseguir lo que se pretendía?. Un examen de las medidas adoptadas y del comportamiento de la producción y de la productividad lleva a la conclusión de que se consiguió muy poco, ya porque las políticas adoptadas fueran ineficaces, ya porque éstas no fueron aplicadas en las dosis adecuadas. En el caso de la desregulación, una de las piezas maestras del programa, resulta que las principales acciones se habían iniciado ya bajo Carter. Estas incluían la Airline Deregulation Act y la Motor Carrier Act, ésta desregulando el transporte por carretera, y ambas aprobadas en 1978.

Por lo que se refiere a la inversión, sabemos que de 1982 a 1986 la tasa de ahorro privado no subió y que, a pesar de la entrada de capitales extranjeros, la inversión neta, excluyendo los bienes duraderos, tendió a bajar (cuadro 3, línea 7). Esto es particularmente cierto por lo que se refiere a gastos en plantas y equipo (líneas 9 a 11), en principio los más relacionados con la productividad. Se hace difícil saber en qué medida este fallo pudo contribuir en la expansión, que fué decepcionante si se tiene en cuenta el objetivo fijado. Ciertamente, el crecimiento del PNB dejó mucho que desear. Entre 1981 y 1986 ascendió al 2,5% anual, en promedio. De acuerdo con las series históricas de Estados Unidos, este es un resultado mediocre, muy alejado de la brillantez prometida. No iguala el crecimiento de los difíciles años 70 (2,7%) y está muy por debajo del de los 60 (3,4%), sin hablar del período kennediano anterior a la guerra del Vietnam (1960-1966), la edad de oro de la política keynesiana, en que el crecimiento fue del 4,8% anual. Incluso está por debajo del de los años 50 (3%).

Esta conclusión puede parecer sorprendente a la vista de la generalizada impresión, transmitida por la Administración, según la cual ésta ha conseguido un extraordinario crecimiento. Esto puede ser debido a que, aunque éste fuera mediocre, no dejó de ser superior al que se conseguía en Europa. O también puede reflejar la circunstancia de que el público tiene mala memoria. En realidad, el crecimiento de la producción ha subido apreciablemente desde 1982, pero una buena parte de este crecimiento representa la reacción ("rebound") que siguió a la contracción que había terminado ese mismo año.

El moderado crecimiento fue principalmente resultado del modesto avance de la productividad. En la industria, la productividad por hombre/hora subió - bastante rápidamente, en más del 4,5 por ciento anual (véase cuadro 3, línea 14), lo que está muy bien si se compara con décadas anteriores (alrededor del 2,5%). Sin embargo, el crecimiento de la productividad en los servicios y en la Administración fue modestísimo. Así, por lo que se refiere al sector empresarial en su conjunto, la productividad subió sólo el 1,7 por ciento anual (cuadro 3, línea 13), es decir, sólo ligeramente por encima de los 70 (1,3% al año) y bastante por debajo de los 60 (2,8%). Y la producción total por empleado subió aún más lentamente, el 0,09%, lo que una vez más está por debajo de los años 60 (2,1%). No obstante, la medida más amplia de la productividad, esto es, la producción per capita, ofreció un resultado mejor, subiendo el 1,7 por cien, gracias a una notable elevación de la proporción de la población empleada - (0,8 por cien anual). Tal subida pudo en principio resultar de una reducción de la tasa del desempleo y/o de un aumento de la participación de la mano de obra. De hecho, en 1986 la tasa de desempleo se mantuvo a un nivel no inferior al de 1980. Pero hubo un aumento sustancial -del 2,2 por ciento- de la parti-

cipación de la mano de obra a lo largo del período, que es a lo que se debe la mitad de la subida de la proporción de la población ocupada. Uno se puede preguntar si este incremento de la oferta de mano de obra puede atribuirse al éxito del programa fiscal de la Administración. Es posible que éste supusiera una ayuda marginal (véase, v.g., Hausman y Poterba, 1987), pero hay razones para dudar que representara un papel importante en todo ello, si se considera que durante la administración inmediatamente precedente, durante la presidencia de Carter, hubo un aumento todavía mayor de la participación -de 3,4% en sólo 4 años- y esto en ausencia de toda reforma fiscal significativa. Por consiguiente, parecería como si en ambos períodos el incremento de la participación reflejara una tendencia prolongada hacia un aumento del empleo femenino. La participación masculina varió poco (e incluso descendió durante la etapa Reagan).

Una medida distinta del crecimiento, en principio más válida como indicadora del bienestar económico, viene dada por la renta real per capita después de impuestos (renta disponible). Esta subió a una tasa anual del 2,4 por ciento, lo que es mucho más que la producción por persona empleada (0,9%), algo más que la cifra de los 70 (2,2%), y casi tanto como en los 60 (2,7). El mejor resultado de la renta per capita que el de la producción por persona empleada puede ser atribuido a varios factores, entre los que figuran los siguientes:

- (i) el incremento de la tasa de participación observada más arriba.
- (ii) la mejora de la relación real de intercambio, especialmente en relación con el petróleo y la cual, a pesar de la reciente devaluación, todavía parece ser sustancial (estimada en el 15 por ciento desde 1980 según los cálculos de la contabilidad nacional).

(iii) la reducción de la fiscalidad personal.

Esta lista sugiere que los favorables resultados de la renta per cápita disponible podrían muy bien ser sólo transitorios. Apenas se puede dudar, en efecto, que durante algún tiempo la relación de intercambio tenderá a empeorar. Por otra parte, el déficit presupuestario no se puede mantener, y su reducción exigirá mayores impuestos que en el presente -y en realidad mayores de lo que hubieran sido sin los programas de Reagan- aunque una parte de la carga puede adquirir la forma menos visible de una menor calidad de los servicios públicos (incluída defensa).

#### V. Conclusiones

Podemos concluir que de los muchos objetivos que se fijó la Administración Reagan, sólo uno se alcanzó casi plenamente: la eliminación en la inflación. Este fue un éxito indudable, tanto porque supuso la cumplimentación de un compromiso como porque la inflación, cuando se acerca a una cifra de dos dígitos, tiene unos costes muy gravosos (véase Fisher y Modigliani, 1978).

Pero incluso este éxito fue conseguido con unas políticas sustancialmente diferentes de las que se habían anunciado. No se alcanzó, en efecto, a través de una política previamente determinada, o siguiendo las recetas monetaristas. Se hizo, en cambio, apuntando a la renta y olvidando los objetivos monetarios, y fue llevada a cabo por un hombre nombrado por Carter y no especialmente simpatizante con la Reaganomía. El único mérito de la Administración es que, en general, se abstuvo de adoptar medidas por lo menos inicialmente impopulares.

Otro objetivo que la Administración ha conseguido en parte es la contención de los gastos distintos de los de defensa y de los de la Seguridad Social. Este hecho es significativo, especialmente si se compara con la tendencia ascendente anterior. Pero fue conseguido sobre todo gracias al recorte fiscal y a la presión de un déficit creciente. Ya veremos si este "éxito" persiste más allá de la presente Administración. En cualquier caso, el coste de la operación resultó elevadísimo, ya que el país queda con una ratio deuda nacional/PNB elevadísima, y con una deuda exterior enorme, sin que una y otra hayan cesado aún de aumentar. Además, la deuda exterior y la dificultad de contener su progresión acentúan el peligro del proteccionismo y de la inestabilidad general, con los consiguientes efectos desfavorables en los mercados financieros y reales.

En otros importantes aspectos, tales como el aumento de la producción y de la productividad, los resultados son, en el mejor de los casos, mediocres, en comparación con etapas anteriores. Tales resultados, considerados en conjunto, son peores que los de la presidencia de Carter, y muy inferiores a los de la etapa álgida de influencia keynesiana, esto es, la de las administraciones Kennedy y Johnson anteriores a la guerra del Vietnam.

Sólo hay un índice importante que permite ser juzgado favorablemente. Se trata del de la renta real disponible per cápita. Pero lo conseguido en este campo refleja en gran medida el efecto de una política dirigida a dar satisfacción al electorado actual mediante la transferencia de recursos del futuro al presente. Tal es el caso de los menores impuestos pagados ahora y de las mejoras de la relación real de intercambio. Parece más que probable que en un breve período de tiempo, estos beneficios transitorios darán paso

inevitablemente a sacrificios aún mayores en la dirección opuesta (3).

Massachusetts Institute of Technology

#### REFERENCIAS

- BLANCHARD, OLIVIER J. (1987), "Reaganomics", Economic Policy 5 (Octubre).
- BLANCHARD, OLIVIER y DORNBUSCH, RUDIGER (1986), "US Deficits, the Dollar, and Europe", en O. Blanchard, R. Dornbusch, y R. Layard, Restoring Europe's Prosperity: Macroeconomic Papers from the Centre for European Policy Studies, Cambridge, M.A. : The MIT Press.
- BUCHANAN, JAMES M. (1985), Liberty, Market and State, New York University Press.
- BARRO, R.J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?" Journal of Political Economy 82, 6.
- DORNBUSCH, RUDIGER; BASEVI, GIORGIO; BLANCHARD, OLIVIER; BUITER, WILLEM y LAYARD, RICHARD (1986), "Macroeconomic Prospects and Policies for the European Community", en O. Blanchard, R. Dornbusch, y R. Layard, Restoring Europe's Prosperity: Macroeconomic Papers from the Centre for European Policy Studies, Cambridge, M.A. : The MIT Press (1986).
- FISCHER; STANLEY, y MODIGLIANI, FRANCO (1978). "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation", Review of World Economics, Kiel Institute of World Economics, Germany, Band 114, Heft 4.
- Economic Report of the President (1982), Washington, DC: US Government Printing Office.
- GORDON, R. (1985). "Understanding Inflation in the 1980s," Brookings Papers on Economic Activity 16 (1).
- HAUSMAN, JERRY A. y POTERBA, JAMES M. (1987), "Household Behavior and the Tax Reform Act of 1986", Journal of Economic Perspectives.

---

(3) En general, estas conclusiones concuerdan con las de otro análisis reciente de la política económica de Reagan (véase Blanchard, 1987).

- MODIGLIANI, FRANCO (1966), "The Life Cycle Hypotesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital," Social Research 33, 2.
- MODIGLIANI, FRANCO (1981), "Comment on 'Where Have All the Flowers Gone? Economic Growth in the 1960s,' por Robert Solow," en J.A. Pechman y N.J. Simler (eds.), Economics in the Public Service, Papers in Honor of Walter W. Heller. New York: W.W. Norton & Co., Inc.
- MODIGLIANI, FRANCO (1983), "Government Deficits, Inflation, and Future Generations," en D.W. Conklin y T.J. Courchene, Deficits: How Big and How Bad?, Ontario Economic Council Special Research Report.
- MODIGLIANI, FRANCO (1987), "The Economics of Public Deficits", en Assaf Razin y Efrain Sadka (Eds.), Economic Policy in Theory and Practice, Documentación de la Conferencia en honor de Abba P. Lerner, celebrada en la Universidad de Tel Aviv en Mayo de 1984.
- MODIGLIANI, FRANCO (de próxima publicación), "The Monetary Controversy Revisited", Conferencia presentada en el Symposium en honor de Michael J. Hamburger, New York University, March 12, 1987.
- MODIGLIANI, FRANCO, JAPPELLI, TULLIO y PAGANO, MARCO, (1985), "The Impact of Fiscal Policy on National Saving: The Italian Case." Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 153.
- MODIGLIANI, FRANCO y MODIGLIANI, ANDRE, (1987), "The Growth of the Federal Deficit and the Role of Public Attitudes," Public Opinion Quarterly 51.
- MODIGLIANI, FRANCO y PAPADEMOS, LUCAS D. (1975), "Targets for Monetary Policy in the Coming Year," Brookings Papers on Economic Activity 1. Reimpreso en The Collected Papers of Franco Modigliani: Essays in Macroeconomics, Volume 1 (A. Abel, Ed.), Cambridge: MIT Press (1980).
- MODIGLIANI, FRANCO, y PAPADEMOS, LUCAS, D. (1978), "Optimal Demand Policies against Stagflation", Weltwirtschaftliches Archiv 114, 4.
- MODIGLIANI, FRANCO y STERLING, ARLIE (1988), "Determinants of Private Saving with Special Reference to the Role of Social Security - Cross Country Tests," en F. Modigliani y R. Hemming (eds.), Determinants of National Saving and Wealth, London: Macmillan Press.
- MODIGLIANI, FRANCO and STERLING, ARLIE (1986), "Government Spending and Private Sector Behavior: Comment," The American Economic Review 76 (5).

- 
- OKUN, A.M. (1978), "Efficient Disinflationary Policies," The American Economic Review 68 (2).
- PERRY, GEORGE L. (1986), "Policy Lessons from the Post-war Period, en W. Beckerman (Ed.), Wage Rigidity & Unemployment, Oxford: The Alden Press.
- REAGAN; RONALD (1981), Public Papers of the Presidents, Ronald Reagan 1981, Washington, DC: US Government Printing Office.
- RICARDO , DAVID (1817), "Principles of Political Economy and Taxation," en Piero Sraffa (Ed.), The Works and Correspondence of David Ricardo, Cambridge University Press (1951).
- STOCKMAN, DAVID (1986), The Triumph of Politics, New York: Haper & Row.