



LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL: LA OPINIÓN DEL BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS DE BASILEA (*)

El objetivo prioritario de los responsables de la política económica de los países industrializados del mundo occidental es claro y preciso: mantener el avance de la recuperación. Esta es la condición indispensable para poder resolver la mayor parte de los demás problemas que se plantean, a la vez, en su propia economía y a nivel de la economía mundial, en general. Las principales dificultades que podrían obstaculizar la realización de este objetivo no se encuentran, realmente, sometidas a discusión. En la situación actual, alcanzar un crecimiento duradero implica preocuparse especialmente de dos campos críticos. Por una parte, conviene evitar comprometerse en la vía de políticas susceptibles de reavivar la inflación; en términos más positivos, las autoridades deberán esforzarse en conseguir nuevos avances en la lucha contra la inflación. Por otro lado, ha de reconocerse que un crecimiento sostenido no puede apoyarse en una estructura insostenible de pagos exteriores y de tipos de cambio; también aquí, en términos más positivos, deberán adoptarse medidas que reabsorban de forma ordenada el desequilibrio exterior de los Estados Unidos. Estas dos condiciones previas para un crecimiento duradero no son fáciles de conseguir. Así pues, no es extraño que se manifiesten divergencias cuando han de formularse pro-

posiciones concretas, tanto respecto a los países como a las políticas que han de tenerse en cuenta para alcanzar el objetivo que todo el mundo está de acuerdo en reconocer como prioritario.

Uno de los puntos fundamentales de desacuerdo es el relativo a la contribución que los propios Estados Unidos podrían aportar a un ajuste sin violencias de su posición exterior, mediante la adopción, en particular, de medidas susceptibles de reconducir gradualmente al dólar a un nivel más apropiado. Además del papel eventual de las intervenciones sobre el mercado de cambios, que se examina a continuación, la controversia se suscita en torno a dos puntos del análisis. Las desviaciones de los tipos de interés en favor del dólar ¿son verdaderamente importantes en la apreciación y en el elevado nivel de la moneda americana? ¿Debe atribuirse el nivel de los tipos de interés americanos a la dosificación de las políticas, es decir, a la combinación de un déficit presupuestario «estructural» creciente y una política monetaria «no acomodante»?

El presente informe responde afirmativamente a estas dos cuestiones. Reconoce, al mismo tiempo, que el valor del dólar ha podido muy bien estar influido por otros factores, tales co-

mo el restablecimiento de la confianza en el futuro de la economía americana, las incertidumbres que rodean las perspectivas económicas o políticas en otras partes del mundo y los ajustes de cartera realizados en el proceso de liberalización de los mercados financieros en países como el Japón. Tampoco se excluye la posibilidad de que, además de la influencia presupuestaria, otros factores internos —deducibilidad fiscal generalizada de los gastos por intereses, mejora de las perspectivas de rentabilidad, y quizá la persistencia de expectativas antiinflacionistas— hayan podido contribuir a mantener los tipos de interés en niveles elevados en los Estados Unidos. Sin embargo, estas eventualidades no deben considerarse excluyentes de la explicación principal. Son factores que tienen una importancia relativa, pero no explicaciones que se excluyan mutuamente.

Dos razones principales permiten atribuir a la desviación de los tipos de interés el papel dominante en el vigor del dólar. La primera es la aceptación, *a priori*, de una proposición económica evidente, a saber, que la retribución de un activo influye sobre su demanda, en particular cuando los agentes económicos consideran que la calidad del activo en cuestión es bastante buena, e incluso mejor, que la de otras formas de colocación. La otra razón se refiere a la observación estadística. Las estadísticas de la balanza de pagos de los Estados Unidos muestran que los flujos bancarios, y los demás flujos financieros muy sensibles a la evolución de los tipos de interés, predominan en las entradas de capitales en los Estados Unidos. No confirman apenas la tesis según la cual los capitales se dirigirían hacia los Estados Unidos, principalmente, como consecuencia de la atracción ejercida por las más elevadas tasas de rentabilidad de las empresas: el importe neto identificado de las inversiones directas o de las adquisiciones de acciones no juega un gran papel en las entradas de capitales en los Estados Unidos. Igualmente, las estadísticas relativas a los beneficios de las empresas no indican tampoco que, en general, las tasas de beneficio hayan crecido a un ritmo mucho más rápido en los Estados Unidos, ni que hayan alcanzado niveles sensiblemente más altos que en algunos otros grandes países industrializados.

Sin embargo, esto no significa que haya que esperar a encontrar una correlación estrecha e

invariable entre el nivel, o la tasa de variación, del valor del dólar, de una parte, y el nivel o la tasa de variación de las desviaciones del tipo de interés, de otra. Seguramente, en ciertos períodos, las anticipaciones de los tipos de cambio acaban por mantenerse por sí mismas, dissociándose de los datos reales, comprendidos los niveles o variaciones de los tipos de interés. Este fenómeno tiene las máximas posibilidades de producirse al término de un largo período de apreciación o de depreciación de los tipos de cambio. La historia económica muestra numerosos ejemplos de precios de activos que han tenido una evolución autónoma, es decir, que han registrado fluctuaciones al alza o a la baja, para estabilizarse en niveles que no justifican los datos de fondo de la economía; esto suele producirse, generalmente, a continuación de un alza o una baja prolongada, engendrada por una revaluación totalmente justificada, en su origen, por las perspectivas de rendimiento. Un fenómeno especulativo de esta índole se ha desarrollado durante los meses del invierno 1984-85, en los que el dólar ha continuado su ascensión, a pesar del estrechamiento, en particular, de las desviaciones de los tipos de interés a corto plazo en relación con el marco alemán. Sin embargo, a pesar de este estrechamiento, la desviación continúa siendo importante, e incluso muy elevada, en el ámbito a largo plazo del mercado, de suerte que la cotización del dólar no ha dejado de estar fuertemente sostenida por este factor.

Igualmente, por varias razones, conviene atribuir una gran importancia al papel que la política presupuestaria americana juega en el mantenimiento de los tipos de interés a largo plazo a un nivel elevado en los Estados Unidos. En efecto, si bien las autoridades monetarias se han esforzado —justamente— en practicar una política que no acompañara la demanda global de crédito, y, en consecuencia, las necesidades crediticias del sector público, tampoco podría afirmarse que la política monetaria haya sido fuertemente restrictiva en la práctica. Las tasas tendenciales de crecimiento de los diversos agregados monetarios no han sido especialmente bajas; y los tipos de interés (nominales) a corto plazo han vuelto a alcanzar el nivel del verano de 1978. Por otra parte, el elemento estructural del déficit presupuestario americano ha crecido a un ritmo muy rápido en el curso de los tres últimos años, hasta el punto de que su expan-

sión ha compensado, y aún sobrepasado, el pronunciado retroceso natural del elemento coyuntural. Al mismo tiempo, la demanda de crédito del sector privado se ha reafirmado sin que hubiera una correlativa mejora de la tasa de ahorro de las empresas y de las familias, de tal forma que el crecimiento del déficit presupuestario ha sido prácticamente idéntico al aumento del déficit de pagos corrientes, es decir, al de entradas netas de capitales. Además —y quizá es el argumento más decisivo—, salvo modificaciones radicales de los programas de gastos o de la fiscalidad, o de ambos, no sólo se va a mantener el elemento estructural del déficit presupuestario americano sino que está llamado a agravarse en los próximos años. Y como los pagos de intereses netos de los Estados Unidos al extranjero crecen inexorablemente, el espectro de un déficit estructural de la balanza de pagos se perfila en el horizonte. Estos efectos de anticipación muy bien pueden explicar por sí mismos por qué los tipos de interés a largo plazo continúan tan obstinadamente altos, a pesar de los impresionantes resultados obtenidos en la lucha contra la inflación.

Este razonamiento conduce a concluir que la reabsorción ordenada de las cuentas exteriores de los Estados Unidos pasa, ante todo, por una sensible inflexión de la política presupuestaria americana o, dicho de otra forma, por la adopción de un conjunto de medidas destinadas a reconducir progresivamente el presupuesto de los Estados Unidos al equilibrio estructural. Evidentemente, no es posible reducir este déficit de forma inmediata y radical. Hacerlo así tampoco sería, desde luego, conveniente, pues la economía americana correría el riesgo de encaminarse hacia una recesión prematura. Por el contrario, lo que importa es que, muy rápidamente, gobierno y Congreso alcancen un acuerdo fiable sobre medidas incisivas que comporten necesariamente una reducción significativa del déficit, pero cuyos efectos se escalonen en el tiempo. Dado que los mercados de capitales están cada vez más dominados por las anticipaciones, en particular en los Estados Unidos, puede esperarse razonablemente que la baja de los tipos de interés, especialmente en el tramo a largo plazo del mercado, provocada por el anuncio de tal acuerdo, actúe en seguida sobre el efecto-freno que puede ejercer la reducción del déficit sobre la actividad económica. A más largo plazo, cabe igualmente la esperanza de

que se concrete más la posibilidad de un escenario de aterrizaje suave. Tal escenario comportaría una reducción moderada del crecimiento americano, un pronunciado repliegue adicional del interés del dinero y del valor exterior del dólar, así como una sustitución de la demanda exterior por el gasto interior.

Pero ¿qué decir en relación con la contribución de los otros países industrializados en favor de un crecimiento duradero?

Es el segundo punto en el que se está lejos de alcanzar la unanimidad aunque, quizá, existe una cierta convergencia de ideas.

Ante todo, el punto de partida del análisis no suscita, verdaderamente, desacuerdos. Para que el crecimiento global de los países industriales pueda mantenerse de forma duradera en torno a una tasa del 3-3,6 por 100 (en relación con el ritmo excepcional e insostenible del 5 por 100 alcanzado en 1984), sería necesario que el aterrizaje suave de la economía americana viniera acompañado de una cierta aceleración del ritmo de expansión del gasto interior en el resto de las economías industrializadas. Si falta esta aceleración, la disminución del déficit de la balanza de pagos corrientes de los Estados Unidos —sin hablar de retorno al equilibrio— entrañaría necesariamente una asfixia del crecimiento, no sólo en los Estados Unidos sino también en los otros países industriales. Para transformar el crecimiento potencial de las exportaciones americanas en crecimiento efectivo, es necesario que en alguna parte del mundo se amplíe la demanda de productos americanos.

Para conseguirlo, parece existir un acuerdo general sobre la necesidad de contener, e incluso invertir, la corriente proteccionista que afecta al mercado industrializado. Se trata de un objetivo válido en cualquier circunstancia, pero cuya consecución podría ser capital en la situación actual, puesto que la persistencia del crecimiento depende también de una reestructuración profunda del comercio mundial. ¿Cómo puede operarse este cambio si las modificaciones de los cambios internacionales, que deberían inducir los movimientos apropiados de los tipos de cambio, se encuentran de hecho contrarrestadas por obstáculos administrativos o de otra índole a las importaciones? En términos más precisos, ¿cómo podría encaminarse la balanza por cuenta corriente de los Estados Uni-

dos hacia un equilibrio razonable sin correr el riesgo de frenar peligrosamente el comercio mundial si, por citar sólo un ejemplo, el excedente de las operaciones corrientes del Japón no pudiera reducirse a través de un sensible crecimiento de las importaciones en este país? ¿Podría obtenerse este resultado por la simple depreciación del dólar respecto al yen?

Por último, parece manifestarse un cierto consenso sobre la necesidad, para la Europa occidental, de eliminar, o de continuar eliminando, las inhibiciones fiscales, los obstáculos jurídicos y los impedimentos de toda clase del Estado y de las administraciones, que impiden una verdadera renovación de la actividad de inversión, incluso en un entorno que, en términos de rentabilidad, se muestra netamente más propicio a la formación de capital.

Por el contrario, las opiniones se muestran muy diversas sobre la cuestión de saber si tres grandes países —Japón, Alemania y el Reino Unido— en los que el déficit estructural del sector público se ha reconducido a un nivel poco importante, o incluso a cero, no deberían adoptar una política de relanzamiento por la vía presupuestaria. Para algunos, habida cuenta de los éxitos obtenidos por estos países en el control del déficit del sector público y de la inflación (en particular, y en este último plano, en Alemania y en Japón), un alivio inmediato de la fiscalidad no sólo sería totalmente compatible con el equilibrio interno de estos países, sino también conveniente, en razón de su incidencia directa sobre el gasto interior y la demanda de importaciones. Los gobiernos de estos tres países, hasta el presente, han rehusado comprometerse en esta vía, y ello por cuatro razones principales.

En primer lugar, se han expresado dudas en cuanto al concepto mismo de paro estructural, desde el momento en que las autoridades están convencidas de que el paro, en gran parte, es un fenómeno estructural, imputable a la excesiva dimensión del sector público, al elevado nivel de los salarios reales y a las rigideces del mercado. ¿Qué valor puede concederse, en estas condiciones, a la noción de equilibrio presupuestario de pleno empleo? En segundo lugar, se señala que a partir del momento en que un déficit se recrea o crece —a no ser que sea por el camino de un alivio de la fiscalidad— resulta muy difícil recuperar el control, si ulteriormente se plantea esa necesidad. El proceso político es

tal que la política presupuestaria es necesariamente asimétrica en cuanto a la rapidez y la facilidad con las que se dirige. La reducción del déficit es siempre una empresa más lenta y más dolorosa y, en consecuencia, más incierta, que la operación inversa. Los prácticos de la política económica que defienden este punto de vista se apoyan en los hechos constatados en el pasado en casi todos los países y, en particular, en aquellos que han confirmado muy recientemente sus temores, a saber, las dificultades encontradas por los propios Estados Unidos en sus esfuerzos para reducir el déficit. En tercer lugar, se ha hecho notar que los agentes económicos son totalmente conscientes de esta asimetría. En consecuencia, se inclinarán a pensar que toda política de creación deliberada de un déficit produce necesariamente, a plazo, efectos inflacionistas, dado que, sobre todo, pronto o tarde, deberá financiarse mediante una política de creación de dinero.

El cuarto argumento se refiere a los obstáculos exteriores y se fundamenta en las experiencias de numerosos países y, más recientemente, de Francia en 1981-82 y de Alemania en 1979-1980. La adopción de medidas presupuestarias tendentes a acelerar la expansión interna entraña un deterioro de la balanza de pagos corrientes y corre un fuerte riesgo de afectar al valor externo de la moneda del país de que se trate. Se admite, por supuesto, que la modificación del saldo de pagos corrientes constituye precisamente uno de los objetivos a alcanzar, pero el argumento relativo a los obstáculos exteriores va más lejos. En efecto, se considera altamente improbable que la influencia compensadora de los flujos de capitales espontáneos pueda neutralizar la presión ejercida sobre el tipo de cambio por el deterioro de la balanza de transacciones corrientes, lo que suscita temores de una depreciación de la moneda. Igualmente, si las aportaciones espontáneas no se producen o son insuficientes, las presiones al alza sobre los tipos de interés internos, por el hecho del empeoramiento del déficit presupuestario, no serán atemperadas por la financiación exterior, lo que reducirá el incentivo de las empresas a desarrollar sus inversiones. En otras palabras, la experiencia actual de los Estados Unidos no es, simplemente, «exportable»; ningún gobierno, aparte de los Estados Unidos, podrá aplicar sin riesgos una política de relanzamiento presupuestario partiendo de la hipótesis de que

ésta atraerá de forma duradera financiaciones exteriores espontáneas. Este es otro ejemplo, geográfico esta vez, de la marcada asimetría de la política económica.

Son argumentos poderosos que muestran lo difícil que es tratar de coordinar las políticas a escala mundial. El reconocimiento de su valor no debe, sin embargo, conducir a un pesimismo excesivo sobre las perspectivas de evolución de la economía mundial. Querer practicar un buen ajuste coyuntural a nivel internacional también es arriesgado y, en consecuencia, tan susceptible de ir en contra del fin buscado como de conseguirlo a nivel interno. Es imposible decir con precisión en qué momento, y con qué intensidad, se reactivará la economía americana con la puesta en acción de una política de reducción del déficit, como se recomienda en el presente informe. Los argumentos en favor de la cohesión de las políticas internacionales son irrefutables; de todas formas, podría ser peligroso proponer, para ciertos grandes países, en contrapartida de un proceso largo, y todavía incierto, de asentamiento presupuestario en los Estados Unidos, la adopción de políticas presupuestarias expansionistas destinadas a producir sus efectos a corto plazo.

Esto no quiere decir, sin embargo, que haya que hacer abstracción de la dimensión internacional de las políticas internas, ni incluso, en ciertos casos, negarle una importancia prioritaria. Las reservas expresadas en materia de ajuste coyuntural tratan simplemente de precisar que las políticas nacionales tienen las mejores posibilidades de ser eficaces cuando se conciben con una perspectiva a medio o largo plazo, salvo en casos de crisis financiera inminente. Y lo mismo ocurre con la política internacional coordinada, cuyo horizonte deberá igualmente situarse a este plazo. Desde este punto de vista, la adopción de medidas apropiadas para reducir a plazo el déficit presupuestario estructural de los Estados Unidos continúa siendo un objetivo prioritario, tanto por razones internas como para asegurar un mejor equilibrio de la economía mundial. Al mismo tiempo, para mejorar sus perspectivas de crecimiento, así como para sostener la economía mundial, los países europeos tienen el mayor interés en intensificar, e incluso en radicalizar, sus esfuerzos para la eliminación de rigideces estructurales: esto deberá hacerse necesariamente al precio de nue-

vas reducciones en los gastos del sector público. El alivio de la carga fiscal deberá actuar al mismo ritmo que los avances conseguidos en esta dirección, en lugar de anticiparlo mucho tiempo.

¿Qué tipo de acción podría acometerse en el ámbito monetario o, de manera más general, por las autoridades monetarias, para respaldar tales estrategias a medio plazo?

En primer lugar, básicamente, es importante continuar, en el ámbito interno, las políticas monetarias de lucha contra la inflación. En los países que han dejado flotar sus monedas se trata de fijar objetivos monetarios compatibles con un crecimiento real duradero, partiendo de la hipótesis de una desaceleración progresiva de los aumentos de precios. Para los otros, particularmente para los países más pequeños del sistema monetario europeo, el tipo de cambio podría constituir el objetivo directo o, al menos, el elemento contractivo de la política.

Estas propuestas, que en estos momentos reciben una adhesión (casi) general, suscitan, en todo caso, dos reservas. La primera está motivada por la difusión de la innovación financiera y la esfumación de las líneas de demarcación entre instrumentos e instituciones. La política de objetivos no se ve facilitada ni a nivel de su formulación ni en el plano de su realización. Querer a toda costa alcanzar objetivos semanales, mensuales o incluso trimestrales, definidos de una vez por todas, se ha convertido en un ejercicio aún menos realista que en el pasado. Sería, sin embargo, un error renunciar pura y simplemente a ello. Lo que continúa siendo mucho más válido es replantear la política de objetivos en una perspectiva a más largo plazo, reservándose la posibilidad de modificar el objetivo de manera discrecional cada vez que lo imponga la evolución del entorno institucional o económico. Una conducta totalmente discrecional de la política monetaria no es un remedio adecuado —por no decir otra cosa— para disipar las incertidumbres o instigar las anticipaciones inflacionistas. Han de fijarse normas, aunque sea en forma de un objetivo de masa monetaria o de tipo de cambio, para ofrecer un punto de referencia a las expectativas desbordadas de los agentes económicos, para hacer a las autoridades monetarias responsables de sus actos, incluyendo las decisiones de separarse de los objetivos preestablecidos, y para

darles peso en su diálogo con los gobiernos y los parlamentos.

La otra reserva se refiere a las esperanzas que pueden ponerse en la eficacia de la política monetaria en relación con la inflación. Estos últimos años, el Informe anual no ha dejado de mantener que, si bien una política monetaria de la índole que aquí se preconiza es una condición esencial del éxito de la lucha contra las subidas de precios, a pesar de todo, no debería considerarse suficiente. Para reducir al mínimo el riesgo de que la desaceleración del ritmo de expansión monetaria incida más sobre el crecimiento real que sobre los precios, conviene conferir, de forma simétrica, una mayor flexibilidad y una mayor capacidad de adaptación al proceso de formación de los precios y de los salarios. Una solución podría consistir en unir, al menos parcialmente, la evolución de las remuneraciones a la rentabilidad de las empresas, según el modelo, por ejemplo, del sistema de primas y de retribución de horas suplementarias en vigor en Japón, donde las fluctuaciones de las rentas del trabajo van emparejadas con una relativa seguridad en el empleo. Quizá este sistema explica por qué Japón está mejor preparado que los otros países industrializados para garantizar, al mismo tiempo, un buen nivel de empleo y una cuasi-estabilidad de los precios. Sólo apartándose radicalmente de las prácticas actuales los salarios podrán formarse según las condiciones del mercado, y el paro se reabsorberá progresivamente. Los resultados relativamente satisfactorios obtenidos en el frente de la inflación no deberían hacer olvidar la necesidad imperiosa de modificar sensiblemente el proceso de fijación de los precios y los salarios.

Una segunda responsabilidad que incumbe a las autoridades monetarias y que, en ciertos países, debería asumirse en colaboración con otros organismos oficiales, es la de preservar la estabilidad de su sistema financiero. Una política de objetivos monetarios, aplicada con pragmatismo, puede resultar útil a estos efectos, precisamente porque confiere al marco macroeconómico una estabilidad suplementaria y porque ataca los desequilibrios inflacionistas, que son una de las principales causas de la inestabilidad financiera. Las autoridades monetarias deberían acudir también en ayuda de los mercados, proporcionándoles, como lo han hecho siempre en el pasado, liquidez en períodos de tensiones

financieras. Sin embargo, las circunstancias actuales requieren igualmente otras iniciativas. Ante todo, importa controlar bien el complejo proceso de innovación, de desespecialización y de desregulación, para que se efectúe de manera ordenada y equilibrada, sin correr el riesgo de exponer a grupos completos de intermediarios financieros a choques brutales. Una segunda necesidad es la de preservar, o restablecer, la transparencia de los mercados y de las operaciones de las diversas instituciones, poniendo a disposición de todas las partes interesadas una información de mejor calidad sobre las modificaciones estructurales de la intermediación financiera y los nuevos riesgos que comporta. El tercer imperativo es adaptar el esquema de la supervisión bancaria a este entorno evidentemente innovador y más concurrencial. Por último, han de coordinarse todos estos esfuerzos a escala internacional, debido al elevado grado de integración financiera al que el mundo ha llegado actualmente. A pesar de los avances registrados en todas estas direcciones, conviene no subestimar la amplitud de la tarea que queda por realizar.

Un tercer ámbito en el que las autoridades monetarias pueden aportar un cierto apoyo a las políticas de estabilización a medio plazo es el de las intervenciones en el mercado de cambios —poniendo el acento tanto sobre el «cierto» como sobre el «apoyo». Las intervenciones en el mercado de cambios, incluso cuando revisten carácter masivo, apenas tienen oportunidad en sí mismas de influir de forma duradera en la evolución o en el nivel de los tipos de cambio. Sin embargo, pueden ser útiles en dos casos. Primero, cuando intervienen complementando un cambio de orientación de las políticas internas, en cuyo caso su efecto anuncio puede muy bien respaldar o acelerar los movimientos del tipo de cambio inducidos por dicha modificación. Se trata de la bien conocida tesis de las autoridades que «unen el gesto a la palabra». En segundo lugar, las intervenciones pueden tener un efecto extremadamente saludable cada vez que el mercado de cambios conoce una ola de especulación manifiestamente de sentido único, en la que la contraespeculación, simplemente, no juega papel alguno. Si las intervenciones son de gran amplitud, si están bien coordinadas a escala internacional y, particularmente, si se practican en buen momento, pueden, en circunstancias excepcionales como és-

tas, recordar con fuerza a los agentes económicos que las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden muy bien ir en los dos sentidos. De aquí puede resultar un mejor equilibrio en el funcionamiento del mercado y la detención de un movimiento de alza especulativo que, de otra forma, hubiera podido durar semanas y meses, incluso si debe seguirse un incremento temporal de la inestabilidad día a día de los tipos de cambio.

Dicho esto, hay que admitir que, si las ideas recogidas en este informe sobre la manera de abordar los problemas que se plantean en los mercados de cambios pueden parecer a algunos demasiado optimistas en relación a la eficacia esperada, tienen, realmente, un carácter bastante modesto. Se limitan, en definitiva, a sugerir que un mayor equilibrio de las políticas internas podría, llegado el momento, reconducir al dólar a un nivel más soportable y que, paralelamente, las intervenciones en los mercados podrían atemperar ciertos movimientos especulativos excesivos de los tipos de cambio. Sin embargo, incluso si se obtienen resultados convincentes a este respecto, ciertas cuestiones fundamentales seguirán, a pesar de todo, sin respuesta. ¿Hay que aceptar variaciones excesivas a medio plazo de los tipos de cambio reales, de las que la apreciación del dólar durante cua-

tro años no es sino un ejemplo? ¿Se debe continuar tolerando una inestabilidad de los tipos de cambio a corto plazo que ha alcanzado estos últimos meses una amplitud sin precedentes? ¿Son estos fenómenos las consecuencias inevitables de un mundo financieramente integrado en el que las transacciones en los mercados están dominadas por anticipaciones nacidas de la rápida sucesión de nuevas informaciones? Y si no es éste el caso, ¿qué se puede hacer? Estas son cuestiones graves sobre las que las opiniones divergen y a las que este informe se ha abstenido deliberadamente de dar una respuesta. En efecto, en tanto que subsistan desequilibrios tan importantes en la configuración de los pagos exteriores y de los tipos de cambio en el ámbito del mundo industrializado occidental, es difícil decir en qué medida los dos fenómenos aludidos más arriba deben atribuirse únicamente a estos desequilibrios y a la orientación de las políticas que los sostienen o en qué medida son imputables a causas más «sistémicas».

Sin embargo, no hay que excluir que los acontecimientos impongan, pronto o tarde, un examen más profundo de todas estas cuestiones.

NOTA

(*) Conclusiones del informe de la *Banque des Règlements Internationaux de Basilea*, 31 de marzo de 1985.



LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMIA MUNDIAL: LA OPINION DE LA OCDE (*)

LOS importantes desequilibrios que afectan a la economía mundial se han convertido en una preocupación casi general. Las relaciones que implican o las consecuencias que de ellos podrían resultar no tienen todas la misma importancia para los diferentes observadores. Unos se preocupan del crecimiento de la deuda pública de los Estados Unidos. Otros insisten en el déficit presupuestario propiamente dicho, o en su componente estructural, al que, en su opinión, se deben el alto nivel de los tipos de interés nominales en relación con la actual tasa de inflación, las entradas netas de capitales, la alta cotización del dólar y, en consecuencia, el considerable déficit de la balanza corriente. Otra tesis mantiene que los capitales que entran masivamente en los Estados Unidos lo hacen atraídos por los altos rendimientos que pueden procurar las inversiones reales en este país y, de manera más general, por el buen comportamiento de la economía en términos de crecimiento y de inflación.

El alto nivel del dólar es una de las causas del déficit cada vez más importante de la balanza corriente de los Estados Unidos. Hasta el momento presente, podría pensarse que éste se encuentra unido al hecho de que la demanda interior crece más rápidamente en este país que en el resto de la zona de la OCDE —casi cuatro puntos más en 1983 y más de seis puntos en 1984. Cualesquiera que sean sus causas, el déficit, muy importante y en crecimiento, de la balanza corriente de los Estados Unidos es una realidad y sus efectos se acumulan a lo largo del tiempo. Así, las posiciones exteriores netas de los distintos países se modifican profundamente. A finales de 1983, por ejemplo,

los Estados Unidos tenían, con respecto al resto del mundo, una posición acreedora neta estimada en poco más de 100.000 millones de dólares. La evolución actual implica que podrían pasar a ser deudores netos del extranjero en el actual año 1985, y ello por primera vez desde la primera guerra mundial. Naturalmente, hay, en contrapartida, posiciones acreedoras en el resto del mundo, pero de las estadísticas no se desprende una idea muy clara.

Como consecuencia del importante desequilibrio que actualmente existe entre las importaciones y exportaciones de los Estados Unidos, sería necesario que las exportaciones se incrementaran en el futuro mucho más rápidamente que las importaciones, simplemente para evitar que el déficit no siga creciendo. Si éste, que representa actualmente de un 2,5 a un 3 por 100 del PNB, se mantiene al mismo nivel hasta 1990, por ejemplo, la deuda exterior neta de los Estados Unidos sería entonces del orden del 15 por 100 del PNB (150 por 100 de las exportaciones de bienes y servicios) y, al nivel actual de los tipos de interés, para hacer frente a los pagos por intereses e incluso recuperar la balanza corriente una posición equilibrada, sería necesario un excedente en los intercambios de mercancías y servicios, distintos de las rentas de factores, del orden del 1,5 por 100 del PNB. Desde luego, estas cifras apenas son otra cosa que extrapolaciones y nada permite pensar que se llegara a una situación de este tipo. De hecho, es muy poco probable que se llegue a ella, pero se pueden plantear las siguientes cuestiones:

- ¿Cuáles serían los ajustes necesarios para evitar este tipo de situaciones?

• ¿Tendrían estos ajustes más eficacia operando de forma progresiva o mediante una actuación de impacto?

• ¿Cuáles serían las repercusiones sobre la economía de los Estados Unidos y sobre la del resto del mundo?

• ¿Hay medidas que puedan o deban ser adoptadas para incrementar la eficacia del ajuste progresivo o para reducir al mínimo los riesgos que podría presentar un ajuste de choque?

El ajuste en el que inmediatamente se piensa es el de los tipos de cambio. Si los desequilibrios actuales persisten, antes o después, sin duda, el mercado los considerará insostenibles. Es imposible predecir cuándo podrá alcanzarse este punto. Dado el elevado grado de liberalización de los movimientos internacionales de capitales y el volumen de fondos que, gracias a ello, pueden desplazarse libremente, el mercado es capaz de financiar desequilibrios considerables de la balanza corriente. Por el contrario, es menos claro en qué medida el entorno más liberal de hoy día ha influido en la opinión de los operadores sobre la cuantía de deuda exterior neta que un país puede soportar. La política presupuestaria ofrece, a este respecto, una analogía interesante, al darse cada vez más cuenta los gobiernos de que si la cuantía de la deuda pública crece más allá de cierto punto —difícil, desde luego, de determinar *a priori*— puede hacerse imposible la colocación de nuevos empréstitos del Estado, al menos sin un fuerte aumento de los tipos de interés. En el caso del endeudamiento exterior de un país, el punto equivalente es aquel en que los tenedores extranjeros de activos de este país no desean ya adquirir otros nuevos, ni conservar los que ya tienen en su cartera, o sólo aceptan hacerlo si se registra un alza, más o menos fuerte, de los tipos de interés combinada con una depreciación, más o menos importante, de los tipos de cambio.

En estas condiciones, las expectativas se convierten en el elemento decisivo que determina la amplitud, la rapidez y la inestabilidad de los movimientos del dólar. Estas expectativas se basan en parte en la evolución efectiva y prevista de la situación macroeconómica general. Unas perspectivas como las contempladas aquí, que implican para los Estados Unidos una desaceleración del crecimiento real, la estabilización de la inflación en torno al 3,6 por 100 y tipos de

interés prácticamente inmutables, pueden ser consideradas como favorables a una cierta estabilidad de las expectativas de los operadores. Si a esto se añade la confianza que suscita la economía de los Estados Unidos en general y su política monetaria en particular, entonces habría pocos riesgos de que en los mercados de capitales apareciesen expectativas de carácter desestabilizador, que se tradujeran en inestabilidad o en excesivas fluctuaciones del dólar.

Una baja progresiva del dólar que no entrañase presiones sensibles al alza —directas o inducidas por la acción de los poderes públicos— sobre los tipos de interés de los Estados Unidos podría atenuar algunas de las tensiones inherentes a la actual situación, sin agravar, sin embargo, las otras dificultades. El aumento de los precios resultante sería limitado, y podría considerarse como la contrapartida de las ventajas obtenidas anteriormente por la apreciación del dólar. Tendría un efecto favorable sobre las exportaciones y, en consecuencia, sobre la posibilidad de sostenimiento de la recuperación. Además, y en la medida en que, ante la apreciación de su moneda, los demás países pudieran dejar bajar sus tipos de interés, se estimularía su actividad interior, lo que tendería a compensar los efectos derivados del debilitamiento de sus exportaciones hacia los Estados Unidos y terceros mercados.

Se puede intentar imaginar, sin embargo, lo que ocurriría si las expectativas evolucionaran de forma menos progresiva; por ejemplo, si las incertidumbres relativas a los tipos de interés, la evolución macroeconómica, la importancia y los efectos probables del déficit presupuestario, así como las eventuales reacciones de las autoridades, vinieran a provocar toda una serie de cambios en el comportamiento de los operadores. Si el resultado fuera un repliegue del dólar mucho más brusco, que amenazara ir más allá de lo que exigiría la corrección de los desequilibrios de la balanza corriente, las autoridades monetarias americanas podrían tender a dulcificar su política para evitar un recrudecimiento de las expectativas inflacionistas y una excesiva pérdida de confianza. Si entonces se ejercieran fuertes presiones sobre el tipo de cambio, quizá sería necesario un endurecimiento más marcado de las condiciones monetarias para dar al mercado una señal suficientemente clara, que pudiera tener una incidencia sensible sobre los mo-

vimientos de capitales *ex ante*. Esto podría tener serias repercusiones sobre la recuperación, no sólo en los Estados Unidos sino también en otros países y, en consecuencia, hacer que se replantease la orientación de las políticas económicas fuera de los Estados Unidos.

EL PAPEL DE LA ACCION GUBERNAMENTAL

¿Cómo podrían actuar los poderes públicos para incrementar las posibilidades de realización del primer escenario diseñado (el del «aterrizaje suave»)? He aquí una cuestión importante. Indudablemente, es bastante natural partir del principio de que, en primer lugar, correspondería actuar a los Estados Unidos, reduciendo su déficit presupuestario estructural y favoreciendo la disminución de los tipos de interés, manteniendo un crecimiento monetario casi sin cambios.

De hecho, parece que la reducción del déficit presupuestario de los Estados Unidos sería un factor determinante para restablecer una situación duradera a medio plazo. Aunque es difícil saber cuáles serían los efectos a más corto plazo, puede pensarse que esta reducción se traduciría probablemente en una ligera desaceleración del crecimiento de la demanda en los Estados Unidos. Pero tal reducción no parece menos necesaria para asegurar a la economía americana una vía de crecimiento duradero a medio plazo.

Las consecuencias a corto plazo sobre la demanda han sido objeto de varios estudios realizados con ayuda de tres grandes modelos de relaciones internacionales —el modelo japonés EPA, el modelo «multi-país» de la Reserva Federal y el modelo INTERLINK del Secretariado de la OCDE—. Estos estudios han llegado a conclusiones que concuerdan cualitativa y, en muchos aspectos, cuantitativamente, a saber:

1. Una reducción duradera del déficit de los Estados Unidos, obtenida mediante un reajuste presupuestario, frenaría por sí misma el crecimiento del PNB de este país durante un período intermedio entre el corto y el medio plazo.

2. Durante cierto tiempo ejercería cierta presión a la baja sobre los niveles de precios en la zona de la OCDE.

3. La tasa de crecimiento monetario en Estados Unidos, suponiéndola constante, provocaría un repliegue de los tipos de interés en este país y tendería, así, a hacer bajar el dólar.

4. En el resto de la zona, el crecimiento se vería afectado, a la vez, por la desaceleración de la actividad de los Estados Unidos y por una reducción de las exportaciones netas resultante de la mayor competitividad de los productos americanos, como consecuencia de la baja del dólar.

5. Fuera de los Estados Unidos, las reducciones endógenas de los tipos de interés, sin modificación del ritmo del crecimiento monetario ni de las políticas presupuestarias, no serían suficientes para compensar los efectos sobre el crecimiento señalados en el párrafo anterior.

6. La balanza corriente de los Estados Unidos se reharía netamente pero, en la mayor parte de las hipótesis, continuaría siendo fuertemente deficitaria durante algunos años.

Saber lo que conviene hacer a partir de estas conclusiones, relativas a los eventuales efectos a corto plazo de una acción dirigida a reducir el déficit presupuestario de los Estados Unidos, es cuestión de apreciación. Puede observarse que los tres modelos responden a la misma lógica económica y que, en consecuencia, cabría esperar los resultados casi análogos que ofrecen. El efecto sobre el tipo de cambio es dudoso; no habiendo podido darse ninguna explicación verdaderamente satisfactoria sobre la amplitud y el perfil del alza del dólar, hay que desconfiar de la dimensión de las bajas que nos ofrecen las simulaciones. Además, atribuyendo valores sensiblemente diferentes a los principales parámetros, con independencia de los que determinan directamente el tipo de cambio, podría llegarse a resultados cualitativamente diferentes. A este respecto, la quinta de las conclusiones anteriores es, quizá, la más frágil. Es posible, por ejemplo, que en los otros países los tipos de interés bajen sensiblemente más que lo que indican los modelos y que la demanda interior reaccione con la fuerza suficiente como para neutralizar las influencias deflacionistas procedentes de los Estados Unidos. En la hipótesis de una relación estrecha y estable entre crecimiento monetario y PNB nominal, la apreciación del tipo de cambio, al reducir la inflación

y mejorar así el reparto entre volumen de producción y precios, permitiría una producción real más alta, con una tasa de crecimiento monetario sin cambios.

En el escenario analizado hay que tener también en cuenta que la reducción del déficit de la balanza corriente de los Estados Unidos, a consecuencia del déficit acumulado a lo largo de años, se ha producido a través de un doble proceso: la depreciación del dólar (que desacelera la actividad en los demás países al reducir sus exportaciones netas) y la caída de la actividad en los Estados Unidos, *en relación* con el resto del mundo, como consecuencia de la baja de la tasa de crecimiento de este país. Desde luego, esto tiende a frenar también el crecimiento de los demás países.

Si los Estados Unidos fueran los únicos que actuaran, las desviaciones de la tasa de crecimiento no variarían apenas, a menos que las medidas adoptadas no fuesen importantes, en cuyo caso el riesgo de ver desacelerarse el crecimiento en el resto del mundo sería bastante grande. Incluso si los Estados Unidos aceleraran suficientemente su expansión monetaria para que a corto plazo el crecimiento de su PNB no se viese afectado por el endurecimiento de la política presupuestaria, es probable que la reducción de sus tipos de interés y una pérdida de confianza en la orientación antiinflacionista de su política monetaria precipitasen la baja del dólar, y el crecimiento de este país se produciría todavía en mayor proporción gracias al aumento de sus exportaciones netas. Como consecuencia, disminuiría la aportación de los Estados Unidos al crecimiento de la demanda en el resto del mundo.

Si, por el contrario, los Estados Unidos reaccionaran frente a la presión a la baja sobre el dólar desacelerando su expansión monetaria, de forma que aumenten sus tipos de interés y se evite así la depreciación de su moneda y la inflación importada, se produciría una caída de actividad que haría que se debilitasen las exportaciones de los demás países.

Aunque parece necesaria una decidida actuación por parte de las autoridades americanas para asegurar el mantenimiento del nivel de actividad a medio plazo, los demás países deben darse cuenta también de que no pueden contar indefinidamente con el aumento de sus exportaciones

netas. Si el rápido crecimiento de la economía americana es una de las causas del alto nivel de los tipos de interés en los Estados Unidos y en el resto del mundo, ese crecimiento también ha estimulado de forma importante los intercambios mundiales y, al tiempo, las exportaciones y el crecimiento del PNB de los demás países. Aunque este tipo de cálculos nunca puede ser muy exacto, la OCDE considera que, teniendo en cuenta los efectos multiplicadores y las repercusiones sobre terceros países, el crecimiento excepcionalmente rápido de las importaciones americanas en relación con el incremento medio de la década precedente ha mejorado el PNB de Europa en un 0,6 por 100 anual en 1983 y 1984 y el del Japón en un 1 por 100. Además, las previsiones para el año actual incorporan una nueva aportación procedente de esta misma fuente —en torno a un 0,75 por 100— al crecimiento del PNB del Japón y de los países europeos. Si los Estados Unidos redujeran el déficit de su balanza corriente, cualquiera que fuera el medio que empleasen para lograrlo, llegaría un momento en que no sólo podría desaparecer el impulso prestado al crecimiento de los demás países, sino que incluso debería invertirse.

Como es sabido, las posibilidades de flexibilización de las políticas macroeconómicas en Europa son actualmente muy limitadas, aunque todas las medidas que ya han sido adoptadas se encaminan a favorecer un crecimiento más sostenido a medio plazo. Sin embargo, un debilitamiento del dólar, conjugado con una desaceleración del crecimiento de la demanda interior en los Estados Unidos, produciría, a la vez, el efecto de aumentar las posibilidades de reducción de los tipos de interés en los demás países, en proporciones conformes a los objetivos de crecimiento monetario, y de hacer más urgente esta evolución.

Parece que también la política económica japonesa podría contribuir a garantizar una recuperación mundial duradera. Si el importante excedente de la balanza corriente de este país y la debilidad del yen con respecto al dólar resulta, en gran medida, de las evoluciones observadas en los Estados Unidos, parece poco probable que la corrección de los desequilibrios que afectan a los Estados Unidos permita —por sí sola— eliminar la totalidad del excedente del Japón. También este país podría contribuir, mediante

su actuación, a reajustar la situación. A este respecto, los medios más eficaces serían la intensificación de los esfuerzos dirigidos a favorecer el crecimiento de las importaciones, así como las diversas medidas que permitieran ofrecer una elección más atractiva de activos financieros en yens a los no residentes y mejores condiciones crediticias a los residentes.

COHERENCIA DE LAS POLÍTICAS A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL

La situación actual justifica que se examinen con la mayor atención las políticas que deberían seguir los Estados Unidos y los demás países. Para que el crecimiento de los Estados Unidos y, en consecuencia, el del resto de la zona de la OCDE, sea duradero a medio plazo, sería necesaria una actuación que redujera el componente estructural del déficit federal. Si no es así, los desequilibrios que sufre la economía mundial corren el riesgo de tomar tales proporciones que no será posible controlarlos. Pero la corrección que requiere un desequilibrio internacional importante raramente es asunto de un solo país. Al presionar a los Estados Unidos para que adopten medidas presupuestarias que garanticen la posibilidad de mantener el crecimiento a medio plazo en la zona de la OCDE, los demás países también deberían ver lo que ellos pueden hacer, por su parte, para que la configuración internacional de las políticas económicas pueda asegurar un crecimiento duradero y suficiente.

El equilibrio entre políticas estructurales y políticas macroeconómicas debe ser cuidadosamente evaluado. De un lado, se admite generalmente que la mayor capacidad de adaptación de la oferta aumentaría la eficacia de las políticas macroeconómicas. Esta cuestión ha sido examinada con particular referencia a Europa, pero afecta a todos los países. Para los más fervientes partidarios de la actuación sobre la oferta, ésta debe pasar por una flexibilización de las políticas macroeconómicas. Por otra parte, la experiencia muestra que será difícil emprender una actuación de envergadura del lado de la oferta, mediante la reducción de las ayudas a las industrias, la limitación de los obstáculos a los intercambios y la flexibilización de las medidas de protección del empleo, en tanto que el

crecimiento no sea un poco más fuerte y que el paro no haya comenzado a retroceder. Desde este punto de vista, la actuación sobre la demanda puede justificarse. Estas consideraciones hacen pensar que, en los países en que se han controlado la inflación y el déficit presupuestario, pero en los que el crecimiento es todavía demasiado lento y el paro demasiado elevado, quizá fuese útil pensar en medidas como una adecuada reducción de impuestos, que podría, al tiempo, mejorar el potencial de oferta y aportar un cierto apoyo a la demanda.

En un primer momento, y por bien equilibradas que estuvieran, estas medidas podrían tener efectos desfavorables en el ámbito de la inflación y de los saldos presupuestarios. En el caso de Europa, el riesgo de inflación sería, sin duda, reducido, quizá incluso sensiblemente, en la medida en que las monedas europeas se apreciaran respecto del dólar. En cuanto a los déficit presupuestarios, su aumento sería menor en la medida en que la mejora de los resultados económicos pudiera repartirse ampliamente entre los países europeos.

Pero también en el plano internacional las políticas de los diferentes países deben equilibrarse, en función de que sus efectos se acumulan. Ciertamente son indispensables políticas nacionales sanas para obtener resultados económicos satisfactorios. Sin embargo, la experiencia reciente ha mostrado una vez más que ningún país está al abrigo de las influencias que vienen del exterior y que ninguno debe despreciar las repercusiones que su actuación puede tener sobre los demás. Una acción coherente, que siga las grandes líneas descritas más arriba, debería permitir llegar a una configuración internacional de las políticas y de los resultados económicos mejor equilibrada y, en consecuencia, más duradera. A este acuerdo ha llegado el Consejo de la OCDE, con ocasión de su reunión ministerial del último mes de abril.

«Apoyándose en los resultados ya conseguidos, y teniendo plenamente en cuenta las repercusiones internacionales de las políticas, una actuación basada en la cooperación permitirá, a la vez, favorecer un mayor equilibrio internacional y mejorar los comportamientos nacionales».

NOTA

(*) *Perspectives Economiques de l'OCDE*, n.º 37, junio 1985.