

LA DEUDA Y EL DEFICIT PUBLICOS DE ESTADOS UNIDOS EN LOS PROBLEMAS ACTUALES DE LA ECONOMIA MUNDIAL

Enrique FUENTES QUINTANA (*)

UN convencimiento creciente ha ido ganando a la opinión técnica y pública durante los últimos años hasta dominar en los mercados de cambios y valores: que el endeudamiento y el déficit públicos de Estados Unidos constituyen un factor clave del presente y del futuro de la economía mundial. La deuda pública de Estados Unidos y la causa que la genera —el déficit público— constituyen una deuda y déficit *diferentes* en la era de endeudamiento mundial que hoy vivimos. El endeudamiento y el déficit norteamericanos son distintos de los existentes en los restantes países por tres motivos: por su persistencia y magnitud, por su origen y por sus efectos. El propósito de este trabajo reside en exponer estas diferencias que cualifican al endeudamiento estadounidense como un problema prioritario cuya solución condiciona el futuro de la economía occidental.

Esa exposición de los principales aspectos del endeudamiento y el déficit público estadounidenses se dividirá en tres partes, en las que se analizarán sucesivamente: I) sus causas: el porqué y cómo se ha originado el crecimiento del déficit y de la deuda pública; II) los principales efectos que, según las diversas valoraciones realizadas, han producido ambos fenómenos financieros, y III) las alternativas abiertas a la reducción del déficit y el endeudamiento, y la estimación de sus principales dificultades.

I. LAS CAUSAS DEL ENDEUDAMIENTO Y EL DEFICIT

Los puntos claves de la historia de un endeudamiento

El principio del análisis del déficit y endeudamiento estadounidenses debe ser el de constatar que ese resultado no era el previsto —sino el opuesto— por la política fiscal. En efecto, según ha recordado Cay Folkers (1986), hoy se tiende a olvidar que el presidente Reagan inició su mandato, en 1981, señalando como su meta última la eliminación del déficit, anunciando el compromiso —a través de la Oficina del Presupuesto (1981)— de presentar un presupuesto equilibrado en 1985. Los hechos, sin embargo, venían a desmentir rotundamente esa previsión, pues en 1985 el déficit alcanzaba un récord histórico de 212.300 millones de dólares (un 4,8 por 100 del PIB), 2,8 veces superior al registrado en 1981 (*vid.* cuadro n.º 1).

¿Qué había sucedido en ese paréntesis temporal para producir un resultado adverso tan dramático? Quizás la respuesta más breve a esta pregunta sea la que puede darse al repasar las cifras que ofrece el cuadro n.º 1. Si a ellas se atiende, se comprueba que el déficit-endeudamiento de Estados Unidos ha tenido tres componentes fundamentales: 1) la caída en

los ingresos públicos, básicamente en el impuesto personal sobre la renta; 2) los aumentos en el gasto público (distintos a los pagos por intereses), y 3) la importante elevación de los costes por interés, trasunto de la permanencia del proceso del déficit-endeudamiento a lo largo de los años del mandato del presidente Reagan. Analicemos más detenidamente estas tres fuerzas impulsoras de la deuda y el déficit públicos de Estados Unidos.

El rasgo más peculiar del endeudamiento estadounidense reside, sin duda, en la caída *deseada* de la imposición, un elemento básico de la *reaganomics*. La clave del mensaje de política económica que Reagan transmitió al hacerse cargo de la Presidencia se concretó en lo que se denominó entonces «la revolución de la economía de oferta». Su ambiciosa pretensión era terminar con una sociedad dominada por la inflación y el estancamiento, lo que debería lograrse por una política fiscal (con menos impuestos y menos gastos públicos), una política monetaria rigurosa (que interpretaría la Reserva Federal bajo la presidencia de Volcker) y por el proceso de «desregulación» que liberara las fuerzas creadoras desde el lado de la oferta empresarial. El resultado de esa acción de múltiples fuerzas se creía que sería una sociedad más equilibrada (sin inflación ni déficit público), más libre (por más desregulada y menos intervenida) y más dinámica. Una parte vital de esa nueva política la constituía el enfoque dado a la imposición, en el que desempeñaron un papel decisivo las ideas de Arthur Laffer y Jude Wannisky (*vid.* recuadro «La reforma fiscal, base de la Economía de Oferta»).

La política fiscal definida por Reagan partía del principio de que

CUADRO N.º 1
GASTO PÚBLICO, INGRESOS Y DÉFICIT
(en porcentaje del PNB)

Años fiscales	1964	1970	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Gasto total	18,8	20,0	22,0	22,8	24,0	25,0	23,7	24,4	24,6
Pagos por intereses	1,2	1,4	1,9	2,0	2,6	2,7	3,0	3,3	3,2
Gastos públicos (distintos de pagos por intereses)	17,6	18,6	20,1	20,6	21,4	22,3	20,7	21,1	21,3
Defensa	8,2	7,9	5,1	5,4	6,0	6,3	6,2	6,5	6,5
Gastos civiles reales	2,5	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,2	2,2
Transferencias	4,4	5,6	8,8	9,2	9,7	10,2	9,3	9,1	9,4
Otros	2,5	2,9	3,8	3,6	3,3	3,5	3,3	3,3	3,3
Ingresos	18,6	20,0	20,2	20,8	20,5	19,4	19,2	19,6	19,8
Impuestos personales	8,1	9,5	9,4	9,6	9,9	8,8	8,2	8,7	8,6
Impuestos sobre beneficios	4,1	3,3	2,6	2,3	1,6	1,6	2,0	1,7	2,1
Seguridad social	4,0	5,3	6,8	7,1	7,3	7,4	7,5	7,7	7,8
Otros	2,4	1,9	1,4	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,3
Déficit	-0,2	0,0	-1,8	-2,0	-3,5	-5,6	-4,5	-4,8	-4,8
Déficit ajustado a la inflación	0,4	1,2	0,2	0,3	-1,8	-4,3	-2,7	-3,7	-3,8
Déficit primario	1,0	1,4	0,1	-0,2	-0,9	-2,9	-1,3	1,5	-1,6

Fuente: Los datos de este cuadro son los ofrecidos por Blanchard (1987), basados en las *Historical Tables*, Office of Management and Budget, Washington.

los tipos de gravamen de los impuestos directos —y especialmente del impuesto sobre la renta personal— se situaban, por su elevado nivel, en la zona *prohibitiva* de la llamada «curva de Laffer», afectando negativamente a los incentivos al trabajo, ahorro e inversión. Con ello, esos tipos de gravamen elevados no conseguían recaudar más, sino menos, al desalentar a la iniciativa individual con efectos negativos sobre la producción y la renta. De esa premisa mayor fue consecuencia la *Economic Recovery and Tax Act* de agosto de 1981, conocida por sus proponentes en el Congreso como Ley Kemp-Roth. Sus elementos integrantes eran cuatro: 1) La reducción de los tipos de gravamen del impuesto personal sobre la renta, que se concedió en tres ejercicios sucesivos (1981-83) con importes de -5, -10 y -5 por 100. Una concesión gradual que irritó

a los inspiradores de la reforma, los cuales deseaban que esa disminución de los tipos se registrase súbitamente en un solo ejercicio. 2) Un estímulo fiscal al ahorro, en virtud del cual se permitía deducir 2.000 dólares a cada trabajador de su impuesto sobre la renta, para contribuir a la cuenta de su retiro personal (*individual retirement account*: IRA). 3) La tarifa del impuesto sobre la renta sería *indiciada* a partir de 1985 para evitar la llamada «progresividad en frío», es decir, los aumentos automáticos en la recaudación derivados del proceso inflacionista. 4) La imposición sobre el beneficio de sociedades se dulcificaba al acelerarse la amortización fiscal de activos y al elevarse el crédito fiscal a la inversión.

Ese componente de *corte de la fiscalidad* que tenía «la revolución de la economía de oferta» se con-

cebía en la esperanza de estimular la actividad económica, con el fin de elevar la tasa de desarrollo de la renta y el nivel de empleo. Las promesas de los teóricos que habían impulsado la reforma fiscal eran aún más optimistas, pues pensaban que la recaudación no sólo no disminuiría por la aplicación de esas medidas, sino que se elevaría por los incentivos asociados a los menores tipos de gravamen y otros estímulos, que ensancharían la base de la imposición al aumentar la producción y la renta.

Con ser vital el corte de la imposición para la política fiscal de Reagan, no lo era todo. Esa política fiscal deseaba actuar también del lado de los gastos públicos, alterando la que había sido su tendencia histórica invariable: un incensante e intenso crecimiento. Los fiscalistas inspiradores de la

LA REFORMA FISCAL, BASE DE LA ECONOMIA DE OFERTA



A. LAFFER

Nadie pudo sospechar que una idea tan simple se vendiera tan bien. Esa idea es la que Arthur Laffer expresó en una servilleta de papel durante la sobremesa en un restaurante de Washington en 1974. Lo que Laffer dibujó en aquella servilleta es «su curva» que relaciona tipos impositivos con recaudación fiscal. Imaginemos un impuesto —el que recae sobre la renta personal— y un tipo de gravamen que se aplica sobre esa renta. La recaudación es cero cuando el tipo de gravamen es cero (no hay impuestos, no hay hacienda pública: estaríamos en el reino de la anarquía), y también

cuando el tipo es el 100 por 100 (nadie trabajaría para pagar todo al Estado: estaríamos en el mundo de la economía totalmente sumergida, el paraíso de los italianos). Entre esos dos puntos discurre la vida real a lo largo de una parábola que nos da siempre dos puntos con dos tipos de gravamen diferentes, pero con idéntica recaudación: A y B (en A, con un tipo impositivo OC, se recauda CA = BD, cantidad esta última recaudada con un tipo impositivo OD > OC). La zona MB sería la de los tipos *prohibitivos* y la OM la zona *normal*.

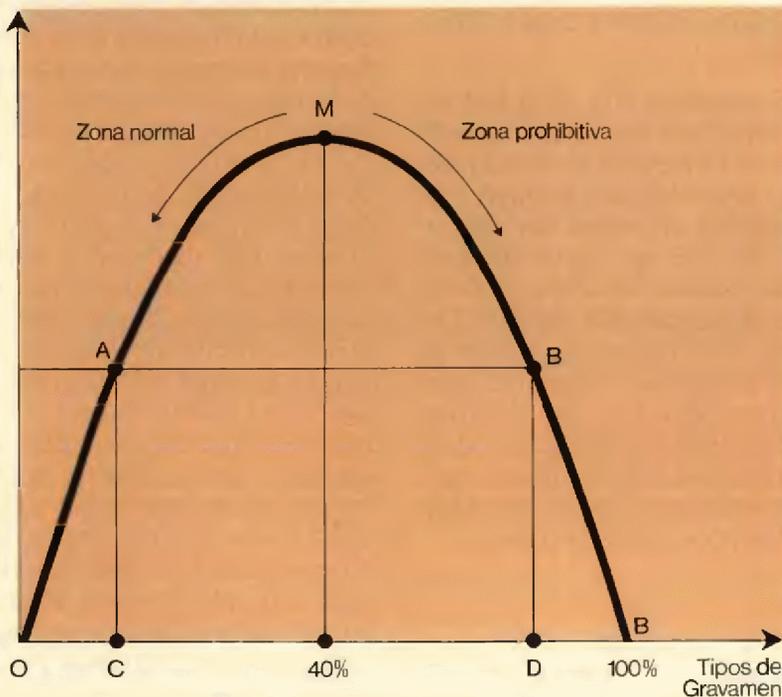
La fiscalidad de nuestro tiempo nos ha colocado, según Laffer, en la rama descendente de la curva (de M a B). A partir de aquí empiezan los consejos: reducir los tipos de gravamen para obtener la misma recaudación pero más renta privada. Ese es el consejo sobre el que ha construido su fortuna *AB Laffer Associates*, una consultora que tuvo su primer cliente en Carlos Romero Barceló, Gobernador de Puerto Rico, que redujo los impuestos tras la consulta de Laffer. Los clientes fueron mas importantes después: en 1971 asesoraría a Nixon, en 1980 a Reagan, inspirando la propuesta Kemp-Roth de rebaja de los impuestos. Las ideas de Laffer se compartieron y defendieron por otros muchos economistas y políticos dando su argumento principal, servido con una retórica brillante, a dos obras

convertidas en *best-sellers*: *The way the world works*, de Jude Wanniski, y *Wealth and Poverty*, de George Gilder.

Los análisis de Hacienda Pública han ido más allá de esta retórica, tratando de desentrañar lo que hay detrás de la «curva de Laffer». Y lo que han encontrado —como indica Don Fullerton (1982)— son dos cosas distintas. La primera, que esa curva con la que Laffer ha hecho su fortuna revela una relación entre tipos de gravamen y recaudación que ya era vieja, pues se encuentra en Adam Smith, quien, al examinar la relación entre tipos de gravamen de un impuesto sobre consumos específicos, se preguntaba si puede dar lugar a menores ingresos a partir de un determinado nivel, contestando afirmativamente, ya que si el tipo de gravamen se eleva «puede fomentar el contrabando o la evasión, lo que daría lugar a menores ingresos públicos que los que se podrían recaudar con tipos más moderados» (*Riqueza de las naciones*, libro V, Capítulo II). Jules Dupuit, en 1844, volvería sobre la relación propuesta por Smith, formulando con precisión la «curva de Laffer» y distinguiendo la zona *normal* y la *prohibitiva* que indica la figura. De modo que la «curva de Laffer» debería denominarse con propiedad «curva de Smith-Dupuit». El segundo hallazgo de los hacendistas es que la formulación precisa de la «curva de Smith-Dupuit» exige conocer la elasticidad de la oferta de factores, es decir, la variación porcentual relativa del trabajo o la inversión ante las alteraciones porcentuales del tipo de gravamen. Cada factor productivo —trabajo y capital— puede reaccionar al tipo de gravamen de forma diversa. Sólo los análisis empíricos pueden indicar —para cada país y circunstancia— la reacción de los factores productivos ante las variaciones de los tipos de gravamen. Los hallazgos empíricos parecen indicar que, para Estados Unidos, las estimaciones de la elasticidad de la oferta de trabajo y su reacción ante las variaciones del tipo marginal de gravamen tienen valores reducidos, que no justifican la localización de los tipos impositivos en la llamada zona *prohibitiva* de la «curva Smith-Dupuit». Con respecto a la inversión, diferentes modelos econométricos indican que el impacto de los impuestos es muy modesto (Chirinko y Eisner, 1983).

Todo ello no invalida la proposición de que los tipos de gravamen de los distintos impuestos y la recaudación fiscal deban reducirse. Que se reduzcan o no dependerá de los deseos y preferencias de los ciudadanos. Lo que en ningún caso justifican los análisis disponibles es que una reducción de los tipos de gravamen en el impuesto sobre la renta en Estados Unidos pudiera aumentar la recaudación, tal y como pretendía el análisis elemental de Laffer.

Recaudación impositiva



teoría de la *elección pública* (Buchanan, 1967, Buchanan y Tullock, 1979, Niskanen 1971), próximos a la política económica de Reagan, habían expuesto distintos motivos por los cuales el crecimiento del gasto y la propensión al déficit poseían bases firmes en una democracia (1). Para prevenir y contrariar esa tendencia, los teóricos de la elección pública creían que no existía otra alternativa que la *reforma constitucional*, que impulsara a actores políticos, burócratas y grupos de presión fiscal una limitación en el crecimiento del gasto y forzara un equilibrio en el Presupuesto. A ese fin respondió la Resolución Conjunta 58 del Senado de los Estados Unidos, que propuso, en 1981, una Enmienda a la Constitución, mixta de equilibrio presupuestario y limitación de imposición y gasto público. Esa enmienda constitucional se aprobaba con la mayoría exigida, de dos tercios, en el Senado el 4 de agosto de 1982. Sin embargo, la enmienda constitucional no lograba su aprobación en el Congreso, en el que no llegó a los dos tercios exigidos (obtuvo «sólo» el 56 por 100 de los votos). El fracaso de esta enmienda cerraba su camino hacia la Constitución americana por la vía normal de su aprobación en las Cámaras, debiendo optar en el futuro por la alternativa prevista en el artículo V de la Constitución, consistente en conseguir que dos tercios de los Estados convoquen una convención constitucional para considerar su posible aprobación. Una alternativa que hoy sigue su camino en los Estados Unidos. Sin embargo, la conclusión —por ahora— de esta historia es que en 1982 el crecimiento del gasto y el déficit públicos no pudieron contar, para forzar la disciplina presupuestaria, con ese expediente, en el que creían quienes habían inspirado la política fiscal del momento.

Situadas así las cosas, el dictamen de los teóricos de la elección pública sobre el futuro del equilibrio presupuestario era contundente: limitados los ingresos fiscales por el corte de los tributos y sin contar con límite alguno la dinámica expansiva del gasto, el futuro no podía ser otro que una cadena de déficit públicos. Y, en efecto, así ocurrió, como indican las cifras del cuadro n.º 1. Los gastos públicos reales (distintos de los pagos por intereses) pasaban de 20,6 puntos del PIB en 1981 a 21,3, con un protagonismo claro de los gastos de defensa, que registraban aumentos de más de un punto del PIB entre 1981 y 1986, y de los gastos de transferencia, que mantuvieron su alto nivel y aún acrecentaron levemente éste participando en mayor cuantía en el PIB.

El tercer componente del déficit —el aumento de los gastos por pago de intereses de la deuda— registraba una elevación sustancial, no sólo debida a la multiplicación del déficit sino también al crecimiento de los tipos de interés.

El resultado final de la historia contada hasta aquí es que en 1985 —el año del equilibrio presupuestario prometido por Reagan— se registraba un déficit del 4,8 por 100 del PIB: en cuatro años se había pasado del 2 por 100 del PIB al 4,8 por 100 del PIB. Las cifras ajustadas por los valores de la inflación eran aún peores, pues de un superávit de 0,3 por 100 del PIB en 1981 se había caído en un déficit de -3,7, como efecto, fundamentalmente, de la elevación de los tipos *reales* de interés.

¿Una apuesta arriesgada o un error de análisis económico?

El despertar de las cifras del déficit-endeudamiento público de 1985 constituyó el fin de un sueño procurado por la droga de la política fiscal de 1981. La acción estimulante de las reducciones tributarias no llevaba al equilibrio presupuestario prometido, sino al hundimiento en el déficit, y la falta de actuaciones en el frente del gasto facilitaba su crecimiento, afirmando y ensanchando el déficit y la deuda. En 1985 resultaba claro que algo tenía que cambiar en la política fiscal americana.

Este cambio tenía que iniciarse volviendo sobre las ideas de la política fiscal de 1981. ¿Cómo interpretar la creencia manifestada por los promotores de la reducción impositiva de 1981 de que un corte importante de los tipos de gravamen elevaría la recaudación y prevendría la contingencia del déficit público? Oliver J. Blanchard (1987) interpreta esa creencia como una *apuesta política* consistente en reducir la imposición para utilizar el déficit público como presión política para que las Cámaras se enfrenten con su responsabilidad de cortar el gasto público. No es creíble —afirma Blanchard— que nadie en la Administración pública americana pensara seriamente que el corte impositivo no causara un déficit mayor. La reciente autobiografía de Stockman (1986) ratifica esa opinión. Si esa creencia existía y el equilibrio presupuestario se pretendía, era evidente que no quedaba hacia él otro camino que crear el peligro del déficit público para que, ante su temor, se redujera el gasto público y se consiguiera el equilibrio en el Presupuesto. Tal era el contenido de la *apuesta política* a la que se refiere

Blanchard. Apuesta política arriesgada, porque además tenía que hacerse sin red legal de seguridad alguna (constitucional o no) que limitase o disciplinase el crecimiento del gasto público. Paul Samuelson (1985) ha comparado acertadamente esa *apuesta política* al juego de la ruleta rusa: «En el caso de que los recortes de la imposición llevaran a recortes del gasto público, el juego tendría un resultado favorable. Pero en el caso de que los ingresos fueran diezmados, desafiando a la Ley de Laffer, y el déficit resultante no lograra que el Congreso de un país demócrata realizase los deseados recortes del gasto público propugnados por la política fiscal, se dispararía la bala asesina del déficit público». Ese fue, en efecto, el resultado final del déficit público norteamericano: la pérdida trágica de una *apuesta política*.

Al revisar esa experiencia y adoptar medidas de cara a su remedio futuro, la política fiscal de Reagan abriría una segunda etapa en 1985, integrada por dos grupos de actuaciones: 1) La limitación legal y automática del déficit que establece la *Balance Budget and Emergency Control Act*, conocida por sus proponentes como Ley Gramm-Rudman-Hollings, y 2) La reforma tributaria de octubre de 1986.

Como antes se ha afirmado, la situación presupuestaria estadounidense se había agravado en 1985 en tales proporciones que la mayoría de los sectores de la opinión pública reclamaron medidas para su tratamiento. En el verano de ese año, el senador republicano y profesor de Economía, Philip Gramm, en colaboración con otros dos senadores, el republicano Warren B. Rudman y el demócrata Ernest F. Hollings, desarrollaron una idea que cuajó en una propuesta enviada al Se-

nado el 25 de septiembre de 1985, y aprobada el 10 de octubre, para limitar el incremento anual del déficit y para programar su reducción futura en años sucesivos. Tal es la denominada Ley Gramm-Rudman-Hollings, de la que se esperaba el fin gradual del déficit público americano. Esa alternativa para el tratamiento del déficit público se diferenciaba claramente de la intentada con la enmienda constitucional de 1981. Lo que la Ley Gramm-Rudman-Hollings pretendía era llegar a una situación de equilibrio presupuestario y *consolidarla* de forma que corrigiera una evolución indeseable de los hechos. Para ello, se incorporaba una novedad en la vida presupuestaria estadounidense, consistente en realizar automáticamente el corte del déficit (para ajustarle al programado) si antes no se llegaba a un consenso entre el Congreso y el Presidente para consolidar alternativamente la cifra del déficit. La *Sequester Order*, que obliga al Presidente a reducir automática y proporcionalmente el déficit en virtud de la ley Gramm-Rudman-Hollings, se convertía al mismo tiempo en la garantía para lograr la disciplina gradual del equilibrio del Presupuesto y en el estímulo para conseguir un consenso en la aprobación de la reducción del déficit del Presupuesto, pues el acuerdo Congreso-Presidente podía negociar una reducción de la misma cuantía en el déficit por una alternativa más racional que la de guillotinar proporcionalmente al gasto público (que es la que establece finalmente la Ley Gramm-Rudman-Hollings).

Esa reforma de la política fiscal venía a colocar en el centro de la atención pública la validez de las limitaciones legales (constitucionales o no) como vías para lograr el equilibrio presupuestario. Una alternativa ésta sobre cuyas limi-

taciones se volverá en la parte III de este trabajo.

Añadamos, para terminar la historia de esta primera modificación de la política fiscal americana después de 1985, su dilatada gestación, debida a la discusión suscitada sobre la constitucionalidad de su contenido. En efecto, los cortes del déficit se realizaban, según la Ley Gramm-Rudman-Hollings, por el *Comptroller General*, que puede ser depuesto por el Congreso, y no actuaría, en consecuencia, con independencia del Legislativo como ordena la Constitución. El carácter inconstitucional de ese proceso, reconocido en 1986, obligó a que las decisiones de recorte del déficit se adoptaran por el Comité Conjunto del Congreso.

La segunda modificación de la política fiscal americana después de 1985 fue la reforma fiscal de 22 de octubre de 1986, de signo bien diferente de la elemental de 1981 (2). El ambicioso propósito de esta reforma fiscal, larga e intensamente discutida, no fue ni el de reducir los impuestos ni el de reducir el déficit, sino el de *eliminar las distorsiones* originadas por la tributación. Ciertamente, los proyectos más ambiciosos de reforma no se llevaron a cabo: ni se alteró la base del gravamen optando por el impuesto sobre el gasto personal en vez de por el de la renta, ni se eliminó la doble tributación sobre los beneficios de las sociedades. Pero la reforma ha supuesto alteraciones fiscales sustanciales que pueden reconducirse, en lo fundamental, a tres grandes cambios:

1. Traslación de una parte importante de la carga fiscal desde las personas físicas a las sociedades. Los cálculos del Tesoro americano prevén un aumento en las recaudaciones acumuladas del

impuesto sobre el beneficio de sociedades, de 1981 a 1991, del orden de 129.000 millones de dólares, mientras prevén también una caída acumulada en las recaudaciones del impuesto sobre la renta del orden de 130.000 millones de dólares entre las mismas fechas.

2. Las modificaciones introducidas en el impuesto sobre el beneficio de sociedades discurren por la vía de la reducción de los tipos nominales de gravamen sobre los beneficios (éstos pasan del 44 al 36 por 100) y la poda del complejo mundo de los incentivos. Con esas dos decisiones opuestas recaudatoriamente, las sociedades verán aumentados los tipos efectivos de gravamen por la eliminación del crédito fiscal a la inversión y el alargamiento fiscal de los procesos de amortización.

3. En el gravamen sobre la renta de las personas físicas se ha seguido el mismo principio, consistente en eliminar el conjunto de deducciones y simplificar y reducir los tipos de gravamen que, cuando la reforma esté concluida, se reducirán a dos: 15 y 28 por 100.

El tema de si esas modificaciones tributarias consiguen o no su propósito de reducir las *distorsiones fiscales* existentes se ha debatido amplia e intensamente desde 1986 en Estados Unidos y en otros países, pero ése es un tema en gran parte distinto del que preocupa en este trabajo: analizar el proceso de endeudamiento y déficit de los Estados Unidos.

La interpretación de la política fiscal de Reagan, que concluye en el gran déficit fiscal de 1985, como una *apuesta política* con la que forzar al Congreso a cortar el gasto público constituye, para sus defensores, un intento inteligente de tratar de vencer la oposición recalcitrante de los políticos

a reducir la dimensión del sector público, intento que culmina con la Ley Gramm-Rudman-Hollings. William Branson (1985) ha discrepado abiertamente de esta interpretación. En su opinión, la figura de la *apuesta política* para caracterizar el curso de la política fiscal americana constituye un intento de racionalizar el mayor error cometido en la política fiscal estadounidense desde la segunda guerra mundial. La política de Reagan se basó en la teoría de que una disminución de los tipos de gravamen aumentaría la recaudación, creando superávit presupuestario. Las proyecciones presupuestarias de 1981 mostraban la existencia de un rápido crecimiento de los ingresos. En consecuencia, el crecimiento del déficit público del período 1981-83 resultó ya inesperado, y de él se culpó a la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. A finales de 1983, la Administración Reagan tuvo que reconocer la presencia de un déficit *estructural*. Es entonces cuando aparece la idea de la *apuesta política* para racionalizar el error de 1981. El programa de la política fiscal de Reagan —según Branson— ni estaba basado en un análisis lúcido ni constituye una propuesta política hábil. Su fundamento no era otro que un *análisis económico erróneo*. Ahora bien, cualquiera que sea la causa histórica originaria del endeudamiento-déficit americano (*apuesta política* o *error de análisis económico*), lo que resulta evidente es tanto su crecimiento desde 1981 como su considerable nivel actual. Una realidad que diariamente ha afectado a la vida económica americana y al propio proceso económico occidental. ¿De qué manera? Las respuestas a esta pregunta son las que intentan ofrecerse en la segunda parte de este trabajo.

II. LOS EFECTOS DEL ENDEUDAMIENTO Y EL DÉFICIT PÚBLICOS

El dilatado y polémico escenario de los efectos de la deuda y el déficit públicos

Pocos problemas de economía aplicada han merecido más atención y análisis que los efectos del déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos. La literatura acumulada por el estudio de sus efectos es hoy realmente extraordinaria, y en muchos aspectos nada pacífica, pues existen discrepancias importantes. La pretensión del análisis siguiente es muy modesta: aspira simplemente a presentar al lector un esquema orientador de los principales argumentos expuestos, ordenándolos a lo largo de tres grandes líneas que polarizan, en mi opinión, los estudios más destacados y las hipótesis más relevantes. Su objetivo final es que el lector disponga de un plano que le permita orientarse —si lo desea— en la realización de ulteriores lecturas de aquellos trabajos que estimo más importantes suscitados por el tema de los efectos del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses.

Las tres grandes líneas que permiten agrupar los análisis sobre los efectos del déficit y el endeudamiento norteamericanos son los tres desequilibrios que ha sido acusado de producir:

1. El desequilibrio de la balanza comercial y de pagos de Estados Unidos con el resto del mundo occidental. Ese desequilibrio se considera —con unanimidad hoy— como el problema principal que las economías occidentales deberán resolver en la próxima década. La raíz de ese problema

reside en conseguir que ese desequilibrio del comercio internacional se reduzca/elimine, evitando el doble peligro tanto de una grave recesión como de una inflación aguda.

2. El desequilibrio de los procesos de ahorro e inversión de Estados Unidos, que constituye la otra cara del desequilibrio exterior. No es posible que el desarrollo económico de Estados Unidos se logre continuamente con un ahorro que no puede atender a su gasto interno de inversión. El desahorro público derivado del déficit-endeudamiento acumulado obliga a un reajuste interno de la economía americana, que debe manifestarse en una reducción del consumo interno y del déficit público.

3. Los efectos directos del déficit público sobre las economías europeas y la puesta en práctica de políticas restrictivas en Europa inducidas por el déficit público americano. Políticas que han tenido como consecuencia un ritmo bajo de la actividad económica, causante del desequilibrio social de un desempleo creciente.

Trataremos de describir, en lo que sigue, el contenido de estos tres desequilibrios y cómo se han relacionado con el desequilibrio del Presupuesto de los Estados Unidos.

Ad.1. El desequilibrio del comercio internacional y el déficit presupuestario

Un déficit continuado de la magnitud del registrado en los Estados Unidos habría de manifestarse en un crecimiento de su gasto interno y en un crecimiento también de sus importaciones, según su propensión a importar. A esa fuerza de la capacidad interna de absorción del mercado americano se

añadió el hecho más importante registrado en la economía mundial entre 1980 y comienzos de 1985: el espectacular aumento del valor del dólar (de 1,8 marcos alemanes a mediados de 1980, el dólar pasaba a 3,3 marcos en febrero del 85; en términos generales, el valor real del dólar aumentó en un 70 por 100 en ese espacio de tiempo). El aumento del gasto interno en Estados Unidos y el alza del dólar ocasionaron un desequilibrio sin precedentes de la balanza comercial y de pagos de Estados Unidos (del orden del 3 por 100 del PIB) (3). Dos fueron las consecuencias evidentes de este desequilibrio del comercio mundial:

- La pérdida de los mercados de exportación estadounidenses y la competencia acrecida, sobre la producción interna, por las mercancías importadas del exterior, lo que abrió la puerta a las *peticiones proteccionistas* en los Estados Unidos.

- El aumento de las exportaciones de Europa y Japón a Estados Unidos, en el que se basó el comienzo de la *recuperación mundial* a finales de 1982.

Todos esos hechos son evidentes y constituyen la crónica bien conocida del proceso de recuperación mundial que vive en 1987 su problemático y azaroso quinto año. Ahora bien, toda vez que la subida del dólar constituye la fuerza fundamental que explica esos desequilibrios del comercio mundial, el problema se centra en relacionar el déficit-deuda pública americanos con el alza del dólar, uno de los temas más controvertidos en la literatura económica. Quizás la posición más clara y continuamente sostenida sea la de Martin Feldstein (1982, 83, 85, 86a, 86b y 87) que, desde 1982, ha mantenido que la causa básica del alza del dólar se encuentra en el

aumento de los déficit estructurales esperados del sector público en un entorno monetario definido para impedir la vuelta a una elevada inflación. Como afirma literalmente Feldstein: «La explicación básica del dólar fuerte es ésta: el elevado tipo de interés real a largo plazo en los Estados Unidos, combinado con la sensación de que las inversiones en dólares son relativamente seguras y de que la inflación americana permanecería baja, indujo a los inversores a cambiar sus carteras en favor de los valores en dólares. Además, el tipo de interés real a largo plazo, más elevado de lo habitual en Estados Unidos en comparación con los tipos reales del extranjero, se debe sobre todo a la baja tasa prevista del ahorro nacional producida por los amplios *deficit presupuestarios esperados*».

La importancia de los *deficit presupuestarios esperados* manifestaba el desequilibrio de las corrientes de ahorro interno. En efecto, el ahorro nacional neto descendió en Estados Unidos de su nivel del 7 por 100 del PNB sólo 1,5 por 100 en 1982 y al 1,5 en los tres primeros trimestres de 1983. Además, los amplios déficit presupuestarios que se proyectaban para los próximos cinco años y para, incluso, períodos *más lejanos*, manifestaban que si no se adoptaban medidas legislativas capaces de reducirlos, la tasa del ahorro nacional neto seguiría estando por debajo de su nivel anterior. Es este desequilibrio el que, en definitiva, se manifiesta por los tipos de interés a largo plazo y el que relaciona el déficit público con la alta cotización del dólar.

El acento puesto por Feldstein en los déficit a *largo plazo* se deriva de su convicción de que si la actividad de endeudamiento del gobierno es elevada durante un solo ejercicio, la deuda pública

adicional puede absorberse desplazando temporalmente al ahorro privado, con escaso efecto sobre los tipos de interés a largo plazo. Por el contrario, la persistencia de los déficit esperados en el futuro implica un mayor aumento de las existencias totales de deuda que han de venderse al sector privado, y que exigirán un permanente desplazamiento de la inversión privada con el fin de colocar el endeudamiento público. Los futuros déficit presupuestarios significan también unos aumentos futuros de la demanda global potencial, lo que producirá tipos futuros de interés a corto plazo más elevados y, por lo tanto, éstos presionarán sobre tipos mayores de interés a largo plazo. En definitiva, la previsión de unos déficit presupuestarios masivos y continuados en Estados Unidos fue la fuerza que mantuvo la elevación de los tipos de interés reales a largo plazo de Estados Unidos en relación con el extranjero, y de ahí que el dólar continuara su escalada después de 1982, cuando la política monetaria se hizo más flexible. El déficit presupuestario federal pasó del 2,5 por 100 del PNB en 1980 a más del 6 por 100 del PNB en 1983, absorbiendo virtualmente todo el ahorro neto generado por familias, empresas y administraciones estatales y locales (normalmente superavitarias) en Estados Unidos. Como consecuencia de ese fuerte aumento de la deuda federal, el tipo de interés real de las obligaciones a largo plazo se elevó con fuerza: el tipo de interés de mercado para tales obligaciones era tan elevado en 1983 como lo había sido en 1980, a pesar de que la tasa de inflación había caído en 8 puntos porcentuales, desde más del 12 por 100 en 1980 a menos del 4 por 100 en 1983. Este aumento espectacular del tipo de interés real a largo plazo en Estados Unidos atrajo fon-

dos ansiosos por colocarse en dólares desde todas las partes del mundo, con lo que el valor del tipo de cambio aumentó.

Esta tesis de Feldstein, que coloca el *déficit público estructural a largo plazo* (4) como la fuerza básica determinante del alza del dólar y del desequilibrio de la balanza de pagos, no constituye la única explicación ofrecida de estos hechos. Esas explicaciones alternativas disponibles son fundamentalmente cuatro:

1. La ofrecida por el *Informe económico del Presidente para 1985*, que atribuye el alza del dólar al aumento del rendimiento después de impuestos de las nuevas inversiones en empresas americanas, debido a la combinación de la *Economic Recovery and Tax Act* de 1981 y al logro de una tasa reducida de inflación.

Por otro lado, ese *Informe* niega, además, la existencia de diferencias en los tipos reales de interés de Estados Unidos y otros países industriales, contrariando así aparentemente la tesis de Feldstein.

La validez de estos argumentos se ha negado por Feldstein (1986, 1987). Por lo que respecta al primero de ellos —la atracción del capital extranjero por la rentabilidad mayor americana—, tropieza con el hecho de que el valor real del dólar subió a lo largo de los años de la recesión: entre 1980 y 1982 aumentó en un 35 por 100. La economía estaba detenida entre esos años y el dólar subía... con el aumento de los *déficit proyectados a largo plazo*. Por otra parte, Feldstein arguye que la mayoría de las entradas de capital en los Estados Unidos lo fueron en forma de depósitos o compra de valores de renta fija a corto plazo, y solamente cerca de una tercera parte en forma de compra

de acciones o en inversiones directas. De esta forma, si, como indica el *Informe*, la rentabilidad y el dinamismo de la economía americana atrajeron al capital extranjero, fue básicamente porque contribuyeron, al facilitar la recuperación de la economía interna, a elevar los tipos reales de interés en los Estados Unidos, que era la variable considerada por los inversores extranjeros.

En lo que se refiere a la negación del *Informe* respecto del diferencial de los intereses americanos y de otros países industriales, Feldstein ha afirmado que los tipos de interés considerados en el *Informe* son tipos a tres meses y, si bien es cierto que sus diferencias eran nulas con los tipos de interés de otros países, no sucedía lo mismo con los tipos reales de interés a largo plazo de Estados Unidos, que registraban un diferencial de dos a cuatro puntos porcentuales con los de otros países, manteniendo así el atractivo a la colocación del capital extranjero en dólares y contribuyendo al alza del valor de esta moneda.

2. Otra opinión distinta es la que atribuye la subida del dólar a la creciente confianza en los Estados Unidos, como *puerto seguro* para la inversión, por parte de extranjeros que pensaban que la elección de Reagan haría más seguros sus activos en los Estados Unidos que en ningún otro lugar del mundo. Este argumento es contestado por Feldstein (1986) con tres objeciones: 1.^ª Que, aunque los Estados Unidos ofrecen un clima políticamente seguro, es difícil constatar un aumento en la estabilidad política de los Estados Unidos frente a Suiza o a otros países importantes entre los últimos años 70 y los primeros 80. 2.^ª Que si se hubiese producido un cambio en la demanda de valores de cartera en favor de los

activos estadounidenses, los tipos de interés americanos hubieran descendido. La fuerte subida de los tipos reales sugiere que cualquier aumento por motivo de *puerto seguro* en la demanda de activos en dólares se vio superado con creces por la creciente oferta de dichos activos. 3.^a También es dudoso que los hechos que se han producido con posterioridad, es decir, la caída del dólar respecto al marco, yen y franco suizo, entre febrero de 1985 y la actualidad, reflejen un deterioro de la relativa estabilidad y seguridad política en los Estados Unidos.

3. Otros autores defienden la opinión, de la que es líder Ronald McKinnon (1984), de que el dólar fuerte no refleja fenómenos *reales* (déficit presupuestarios, creciente rentabilidad interna, normas fiscales alternativas), sino que es simplemente una señal de que la política monetaria en los Estados Unidos es comparativamente demasiado rígida. Este argumento, que pone en primer término a la política monetaria como causa del alza inicial del dólar, tiene, sin embargo, dos frentes distintos. Fuerte uno, el de que, indudablemente, detrás del alza del dólar está la política monetaria anti-inflacionista, lo que se ha admitido por todos y, desde el primer momento, en los análisis de Feldstein. Sin embargo, la rigidez de la política monetaria tiene como causas explicativas originales el desequilibrio de las cuentas públicas, y, por otra parte, la dulcificación y acomodo de la política monetaria posterior a 1982 no ha impedido el crecimiento en la cotización del dólar que, naturalmente, deriva de la permanencia en los déficit estructurales del Presupuesto.

4. Otra tendencia distinta, que ataca frontalmente la relación entre déficit presupuestario y alza del dólar, es la que afirma que

esa relación debe rechazarse por el argumento de la *equivalencia ricardiana*. Los déficit, según esta opinión, no incrementan los tipos de interés real, ya que inducen un aumento igual y compensatorio del ahorro privado. Esta opinión, defendida por Barro (1974), se analiza en otros trabajos de este mismo número, y adolece de defectos y de condiciones exigentes, y de dudosa viabilidad, para su cumplimiento, lo que ha llevado a muchos autores a negar su validez.

En conclusión, detrás del alza del dólar y de los desequilibrios del comercio internacional que ha originado se encuentran el déficit y el endeudamiento públicos de Estados Unidos a largo plazo, en un contexto monetario concebido para impedir el rebrote de un proceso inflacionista. Esas han sido las causas fundamentales de la espectacular alza del dólar en el período 1981-85, como indica la prueba empírica ofrecida por Feldstein, 1986 (véase esa argumentación resumida en el recuadro «El déficit presupuestario y el dólar: algunas consideraciones sobre la evidencia aportada por Feldstein»). Otros motivos diferentes han coadyuvado a esta alza del dólar, como han sido la modificación de las leyes fiscales en 1981, en un ambiente de mayor estabilidad, que aumentaron el rendimiento real después de impuestos de las inversiones de las empresas en instalaciones y equipos, lo que permitió a las empresas prestatarías norteamericanas abonar unos intereses reales más altos (5). El crecimiento económico, más acentuado en Estados Unidos que en Europa (6), elevó el nivel relativo de los tipos de interés en dólares, aumentando todavía más el atractivo de invertir en valores estadounidenses. Otros factores más débiles para justificar el alza

del dólar, antes mencionados, son la estabilidad política de los Estados Unidos, que ha animado a los particulares e instituciones de todo el mundo a invertir en títulos denominados en dólares, y la reducción de la oferta en dólares tras la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo a partir de 1982.

Esa conclusión apunta al que parece el único camino para reducir la excesiva cotización del dólar y, con ella, el peligroso desequilibrio del comercio mundial. Ese camino es el de reducir los tipos reales de interés en los Estados Unidos y, a su vez, esa reducción de los tipos reales de interés no será posible sin reducir el déficit estructural del presupuesto norteamericano.

Ad.2. El desequilibrio de los procesos de ahorro-inversión y el déficit y endeudamiento públicos

La segunda de las líneas en que se han denunciado los efectos del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses es la de los desequilibrios que ocasionan en los procesos de ahorro e inversión, la otra cara del desequilibrio externo antes analizado.

La característica dominante de los procesos de ahorro e inversión en Estados Unidos viene dada por la que Jacques de Larosière —Gobernador actual del Banco de Francia y anterior Director del Fondo Monetario Internacional— ha denominado *ecuación de la crisis*, y que se formula en cinco proposiciones que contienen otras tantas características del comportamiento de la economía estadounidense en los últimos años:

1. Ahorro privado de Estados Unidos (17,5 por 100 del PIB) = Ahorro privado de las familias (4,7 por 100 del PIB) + Ahorro privado

EL DEFICIT PRESUPUESTARIO Y EL DOLAR: ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA EVIDENCIA APORTADA POR FELDSTEIN

Martin Feldstein, en un claro y sugestivo trabajo recientemente publicado (*), atribuye lo que cabría denominar «aeróbica del dólar» al comportamiento del déficit público. Pocos campos dentro de la economía han suscitado mayores debates, mayores dudas y mayores frustraciones que la explicación de los tipos de cambio. El objeto de esta breve nota es pasar revista a la argumentación de Feldstein y a las dudas que permanecen.

I. MARCO CONCEPTUAL

La argumentación de Feldstein puede resumirse señalando que mayores déficit estructurales permanentes del sector público, junto a una política monetaria restrictiva, comportan una elevación de los tipos reales de interés a largo plazo. Esta elevación de tipos de interés atrae fondos exteriores que se dirigen a los Estados Unidos. En tal contexto, la elevación pasada del dólar —desde 1980 hasta principios de 1985— fue necesaria para crear un déficit comercial que posibilitase la entrada neta de capitales. Y, desde esta óptica, la reciente caída del dólar —a partir de 1985— podría interpretarse como un reflejo de la reducción esperada de los déficit estructurales futuros del sector público.

El nexa causal que Feldstein identifica comporta, en consecuencia, los siguientes pasos intermedios:

1. Efecto del déficit público estructural o permanente sobre los tipos reales de interés: para ello es necesario que los agentes económicos privados no interpreten los mayores déficit presentes como mayores impuestos futuros y, en consecuencia, no modifiquen al alza su tasa de ahorro. Es decir, que el denominado «efecto Barro» no opere. Sobre este punto, Feldstein aporta datos indicativos de que, como consecuencia del déficit público, la tasa nacional de ahorro en los Estados Unidos ha decrecido, lo que puede interpretarse como indicativo de que, en efecto, los déficit presentes no han sido percibidos como impuestos futuros.

2. Efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio. El punto de partida para razonar este efecto puede ser un modelo de equilibrio de carteras. El diferencial de tipos de interés entre dos países —Estados Unidos y Alemania, en el caso considerado por Feldstein— debe quedar compensado por la variación esperada del tipo de cambio, de

suerte que a los agentes económicos privados les resulte indiferente poseer activos en una u otra moneda.

En efecto, siendo « i » el tipo nominal de interés en Estados Unidos, « i^* » el tipo nominal de interés en Alemania y « \dot{e} » la tasa esperada de variación del tipo de cambio, debe satisfacerse:

$$i = i^* + \dot{e} \quad [1]$$

Restando las tasas esperadas de inflación « π », y definiendo la variación del tipo de cambio real « \dot{q} » como la variación del tipo de cambio nominal descontando el diferencial de inflación:

$$\dot{q} = \dot{e} + \pi^* - \pi \quad [2]$$

se deduce:

$$r = \dot{q} + r^* \quad [3]$$

en donde « r » es el tipo real de interés.

Por último, postulando una ecuación de ajuste de la variación del tipo de cambio real a su nivel de equilibrio a largo plazo, representado por « \bar{q} », del tipo:

$$\dot{q} = \alpha (\bar{q} - q) \quad [4]$$

se deduce:

$$q = \bar{q} - \frac{1}{\alpha} (r - r^*) \quad [5]$$

Es decir, se llega a la conclusión de que el tipo de cambio real depende del diferencial de tipos reales de interés en los dos países.

Estos dos eslabones permiten, pues, cerrar la argumentación de Feldstein, en el sentido de atribuir un signo positivo a la relación que liga la cotización del dólar con el déficit estructural permanente esperado a largo plazo.

II. EVIDENCIA EMPIRICA

El razonamiento de Feldstein opera para periodos de flotación del tipo de cambio. Se enfrenta pues ante la heroica tarea de tratar de contrastar una teoría con sólo doce observaciones que abarcan el periodo 1973-1984.

La estrategia que Feldstein sigue es especificar dos bloques de ecuaciones:

a) *Bloque 1:* Estimación de una forma reducida que liga el tipo de cambio real del dólar con respecto al marco alemán con el déficit estructural permanente esperado de los Estados Unidos.

Además, en este bloque de ecuaciones se da cabida a otras variables que constituyen explicaciones alternativas o complementarias de la evolución del tipo de cambio. Las principales son:

- Los cambios inducidos por los recortes fiscales de la Administración Reagan en la rentabilidad de las empresas americanas: la idea que subyace a esta variable es que la elevación de los tipos de interés en Estados Unidos es un reflejo, no del déficit del presupuesto, sino de la mayor rentabilidad de las empresas y de la mayor demanda de fondos prestables.

- La inflación esperada: una elevación de la inflación esperada puede deprimir temporalmente el tipo real de interés y, por tanto, el tipo de cambio.

- Variables representativas del grado de restrictividad o de expansividad de la política monetaria. Una política restrictiva puede elevar los tipos nominales de interés y actuar sobre el tipo de cambio.

- Variables ficticias: su finalidad es evaluar hasta qué punto la elevación del precio del dólar iniciada a partir de los ochenta es el reflejo de fenómenos psicológicos tales como la mayor confianza en la Administración Reagan.

La conclusión obtenida de este bloque de estimaciones es que el déficit futuro esperado aparece casi siempre como variable significativa y con signo siempre positivo, cualquiera que sea la especificación seleccionada, independientemente de que se incluyan o excluyan otros grupos de variables.

El efecto de la política monetaria restrictiva concuerda también con el esperado. Un menor crecimiento de la cantidad de dinero tiende a elevar la cotización del dólar.



M. FELDSTEIN

El impacto de la inflación esperada es negativo, resultado que cabía esperar *a priori*, y que Feldstein atribuye a las dificultades de ajuste a corto plazo del tipo nominal de interés.

No obstante, los cambios estimados de rentabilidad inducidos por la política fiscal no aparecen como significativos, y el signo de las variables ficticias tendientes a recoger posibles efectos psicológicos es contrario al esperado.

De todas las variables ensayadas, la más relevante y robusta es el déficit estructural esperado, y ello permite a Feldstein identificar tal variable como la principal protagonista de la trama.

b) *Bloque 2:* Estimación estructural que liga el tipo de cambio con el diferencial de tipos de interés a largo plazo.

Como antes se vio, el nexo causal de la argumentación de Feldstein arranca del déficit y concluye en el tipo de cambio, pasando por el tipo de interés. ¿Qué evidencia existe a favor de este eslabón intermedio?

Feldstein estima directamente el tipo de cambio real a partir del diferencial de tipos de interés a largo plazo. Los resultados obtenidos son, no obstante, bastante más pobres que en las ecuaciones del bloque anterior. Existen bastantes razones para pensar que la relación entre ambas variables debe ser de tipo dinámico. A este respecto, recuérdese que la ecuación [5], que fundamenta estas estimaciones, es el resultado de un proceso de ajuste del tipo de cambio real a la solución de equilibrio a largo plazo. Una ecuación estática como la estimada por Feldstein debe adolecer de graves problemas de autocorrelación, hecho que queda claramente puesto de manifiesto en las estimaciones obtenidas. La solución que Feldstein adopta de proceder a corregir mecánicamente la autocorrelación, modificando el método de estimación, es una práctica de dudosa validez econométrica. Ello, pues, deja un eslabón perdido y lleva a Feldstein a plantearse la posibilidad de que el déficit presupuestario y la política monetaria tengan un efecto directo sobre el tipo de cambio que no discorra exclusivamente a través del diferencial de tipos de interés. No obstante, no profundiza en esta sugerencia.

III. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL MARCO CONCEPTUAL

Comentarios de Dornbusch y Stockman al trabajo de Feldstein, que se re-

cogen en la misma publicación, destacan, entre otros, los siguientes aspectos:

1. El efecto del déficit del sector público sobre el tipo de cambio puede ser a largo plazo negativo, debido a que la entrada de capitales en Estados Unidos representa mayores pagos por servicio de la deuda. Si los agentes tienen expectativas de futuro, los déficit persistentes pueden comportar una depreciación del tipo de cambio, en la medida en que hacer frente al pago de intereses exige superávit de la balanza comercial.

2. El efecto del déficit del presupuesto sobre el tipo de cambio depende de su financiación. Si se financia externamente no producirá una apreciación del tipo de cambio. Adicionalmente, tampoco se producirá una elevación del tipo de cambio si se traduce en un incremento de la demanda de bienes producidos en el exterior. En este sentido, Stockman señala que más que hablar de déficit, habría que hablar de gastos de defensa. Mayores gastos de defensa implican una elevación de la demanda nacional y una elevación del tipo de cambio real, vía la modificación inducida en los precios relativos de equilibrio. A diferencia, el déficit *per se* puede tener efectos negativos sobre el tipo de cambio. Cita al respecto evidencia empírica en el sentido de que al introducir por separado en una ecuación similar a la propuesta por Feldstein el déficit del presupuesto y los gastos de defensa, el signo del déficit es negativo —si bien poco significativo— y el signo de los gastos de defensa es positivo y significativo.

IV. PROBLEMAS ECONOMÉTRICOS

A este respecto, cabría hacer, entre otras, las siguientes consideraciones:

1. A pesar del escaso número de observaciones disponibles, que constituye una de las principales limitaciones del trabajo de Feldstein, con la muestra analizada y los países considerados (Estados Unidos y Alemania) este autor aporta evidencia que parece robusta (es decir, poco sensible a los posibles errores de especificación del modelo) con relación al efecto del déficit público sobre el tipo de cambio. No obstante, los nexos causales intermedios no están suficientemente contrastados. Una misma forma reducida es compatible con distintas cadenas de causación. En este sentido, sería preciso profundizar en el efecto del déficit sobre el tipo de interés y en el efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio.

Con respecto al primer punto, Feldstein señala la caída de la tasa de ahorro nacional resultante del déficit público, pero no trata de especificar ninguna ecuación explicativa de los tipos de interés en la que el déficit estructural permanente y esperado del sector público aparezca como variable explicativa. La cuestión dista de ser obvia, como lo prueba la abundante literatura vertida sobre el tema.

Con relación al efecto del diferencial de tipos de interés sobre el tipo de cambio, la evidencia aportada es pobre. Si ello es consecuencia de la especificación defectuosa de la estructura dinámica de la ecuación, de la omisión de variables relevantes o de la inadecuación de los datos utilizados, o bien responde a la necesidad de buscar nexos causales alternativos, es una cuestión abierta que requiere mayor estudio.

2. A la vez, tendría especial interés comprobar si las estimaciones que se derivan de la forma reducida siguen verificándose al ampliar el periodo muestral, o al operar con más de dos países. El primer problema es, de hecho, insalvable por el momento. Pero el segundo no lo es.

La limitación que la muestra analizada por Feldstein plantea es que, como señala Stockman, consta de una primera submuestra, de 1973 a 1980, en que el tipo de cambio fue relativamente estable al igual que el déficit público, y una segunda submuestra, a partir de 1980 hasta 1984, en que el tipo de cambio se apreció coincidiendo con un crecimiento del déficit. Se trata, pues, de una muestra con escaso contenido informativo, dado que sólo abarca un periodo de incremento del déficit e incremento de la cotización del dólar, pero no incluye ningún periodo de reducción del déficit y reducción de la cotización del dólar. No obstante, la reciente caída de la cotización del dólar, aunada a la reducción esperada del déficit público de los Estados Unidos, subsana en parte esta limitación apuntada por Stockman y constituye evidencia a favor de la tesis de Feldstein.

En conjunto, pues, el trabajo de Feldstein ofrece una explicación plausible de la evolución del dólar, a la vez que abre una agenda de trabajos futuros, encaminados a contrastar la permanencia de las relaciones estimadas y a identificar con mayor grado de detalle los eslabones causales de la política fiscal.

NOTA:

(*) «The Budget Deficit and the Dollar» National Bureau of Economic Research, *Macroeconomics Annual 1986*, The MIT Press, 1986.

de las empresas (12,8 por 100 del PIB).

2. Ahorro de las administraciones públicas (—3,5 por 100 del PIB) = Ahorro de la Administración federal (—4,6 por 100 del PIB) + Ahorro de las restantes administraciones públicas (1,1 por 100 del PIB).

3. Ahorro neto global interno (1+2: 14 por 100 del PIB).

4. Ahorro neto global interno (14 por 100 del PIB) < Inversión neta global (17 por 100 del PIB).

5. Esta última desigualdad se equilibra con el ahorro exterior, del orden del 3 por 100 del PIB, que corresponde al déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente americana (7).

De esa ecuación elemental se deduce que, mientras subsista el desequilibrio de la cuenta de las administraciones públicas y su contribución al ahorro sea negativa, si las partidas de gasto interno permanecen inalteradas, el ahorro exterior deberá equilibrar la cuenta ahorro-inversión de la economía, lo que conduce inevitablemente a un aumento del endeudamiento exterior.

Por tanto, el déficit exterior de la balanza de pagos por cuenta corriente puede considerarse como la contrapartida del grave desequilibrio existente entre el ahorro interno y la inversión, cuyo origen fundamental se halla en el desahorro del sector de las administraciones públicas. En la medida en que ese desequilibrio interno subsista, el déficit exterior será su consecuencia inevitable, lo que producirá una acumulación de la deuda externa que alterará la estructura de la balanza de pagos, convirtiendo al país en deudor neto frente al resto del mundo. Este carácter deudor se acusará en las liquidaciones de la balanza

de pagos, que no será deficitaria *sólo* en su componente de la balanza comercial y de servicios, sino también en las partidas de intereses y dividendos que habrán de pagarse por la carga de la deuda acumulada con el exterior.

Esto es precisamente lo que ha sucedido en Estados Unidos, donde la acumulación de déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente ha convertido al país en deudor neto frente al resto del mundo desde 1985, alterando su tradicional carácter de país acreedor, sostenido invariablemente desde 1914. Esta alteración de la estructura de la balanza de pagos americana —provocada por el desequilibrio interno de sus corrientes de ahorro e inversión, debido al déficit público estructural— obliga a realizar unas transferencias futuras por pagos de intereses y dividendos que no pueden provenir más que de la conversión de su balanza de bienes y servicios de deficitaria, como hoy lo es, en superavitaria, lo que supone la necesidad de transferir recursos reales del sector interior al sector exterior en cuantía muy importante.

Resulta fundamental subrayar que la magnitud de este problema es considerable, porque subsistiría aunque el déficit público desapareciera hoy, toda vez que, como ha recordado Blanchard (1987), a plazo medio y largo la deuda pública constituye el legado forzoso de los déficit públicos pasados, obligando a un reajuste en las corrientes de consumo y/o inversión internas y a una transferencia de recursos reales al exterior para remediar el desequilibrio de la balanza de intereses y dividendos.

El remedio del déficit de la balanza comercial será *ayudado* por la reducción del déficit público,

causante del desequilibrio interno de las corrientes de ahorro e inversión. Una reducción más rápida del déficit presupuestario aceleraría el descenso de los tipos reales de interés y del valor del dólar, ayudando a reducir así el déficit comercial más rápidamente. Sin embargo, el nivel de endeudamiento externo de los Estados Unidos, y el actual y proyectado carácter fuertemente deficitario de la balanza comercial, reclaman *más ayudas* que la necesaria reducción del déficit público para conseguir el cambio de signo en el intercambio de bienes y servicios de Estados Unidos con el resto del mundo.

Con frecuencia se afirma que esas ayudas adicionales deben venir, no de una reducción del valor *actual* del dólar, sino de un aumento de la producción y la renta de Alemania y Japón, lograda por la adopción de medidas expansivas en esos países. Esta afirmación ha sido rebatida con razón por la OCDE (1986) y por Feldstein (1987). En efecto, un aumento de las tasas reales de crecimiento del resto del mundo no bastaría para conseguir una mejora efectiva de la balanza de pagos estadounidense. Dadas las propensiones a exportar e importar de los Estados Unidos, Feldstein ha calculado que un aumento de las tasas de crecimiento en el resto del mundo de 2 puntos porcentuales, pasando del 2,5 por 100 actual a un improbable 4,5 por 100, aumentaría la demanda de exportaciones de Estados Unidos en un 6 por 100, equivalente a unos 15.000 millones de dólares, lo que significa el 10 por 100 del déficit anual de la balanza de pagos corriente de Estados Unidos.

Esa medida lo que sí conseguiría es ayudar a la demanda actual y futura de los países en que se produjera para sustituir al descen-

so previsible de sus exportaciones a Estados Unidos y para paliar la caída consiguiente de la actividad de sus economías. Esa expansión de la demanda interna de Japón y Europa occidental es necesaria también para amortiguar la amenaza del proteccionismo de Estados Unidos. Pero no será ayuda *suficiente* para lograr el cambio de signo de la balanza de pagos americana. El logro de este objetivo precisa, además, de un aumento de la competitividad de los Estados Unidos, y ese aumento reclama una reducción del valor del dólar, toda vez que la tarea de realizar los pagos de transferencia de recursos al exterior por intereses y dividendos es, en los próximos años —según los cálculos del Fondo Monetario Internacional (1986)—, del orden de los 60.000

millones de dólares en cada ejercicio, imposible de realizar sin una variación importante en el valor del dólar que la haga posible. Todo ello supone que el esfuerzo de reajuste de la balanza de pagos americana obligará a transferir en torno a un 1 por 100 del PIB americano en cada uno de los próximos años. Una transferencia al exterior que no es sino un pago obligado del aumento excesivo de las exportaciones y del desequilibrio interno de los Estados Unidos en los años 80, lo que significa perder entre una cuarta parte y la mitad de la tasa histórica lograda en el crecimiento de la renta en años pasados.

De modo que la corrección de los desequilibrios actuales del comercio internacional precisa de

una actuación sincronizada en tres frentes: *en la reducción del déficit público americano*, causante del desequilibrio interno y exterior de los Estados Unidos; *en la fijación de una nueva paridad del dólar* que facilite la tarea de cambiar el signo de la balanza de pagos, y *en una expansión de las economías con superávit* (Alemania y Japón) que aumente la demanda interna de esas economías nacionales y consiga así tasas de crecimiento de la producción que no podrán lograrse ya con la demanda exterior estadounidense. Al mismo tiempo, esas medidas de expansión de la demanda interna en otros países lograrán reducir los peligros ciertos del proteccionismo americano.

Si esas políticas no se adoptan

LOS DEFICIT Y EL DOLAR: LA ECONOMIA MUNDIAL EN PELIGRO

En 1985, el economista británico Stephen Marris publicaba un ensayo con el título que encabeza este recuadro. En él argumentaba que los Estados Unidos y el resto del mundo se dirigían hacia una desagradable y peligrosa recesión. La predicción de Marris se basaba en que los déficit del Presupuesto y la balanza de pagos presionarían sobre el dólar y que, para atraer capitales extranjeros, los Estados Unidos tendrían que elevar los tipos de interés. Todo ello produciría una subida del coste del capital, lo que se manifestaría en un *crack* bursátil que, a su vez, induciría a una reducción del gasto de consumo, un empeoramiento de las expectativas empresariales y de las inversiones, desembocando en una recesión del mundo industrial.

Esa profecía de Marris ha comenzado a cumplirse sin que la política económica reaccionase con eficacia frente a los acontecimientos. Ante ellos deberían meditar los políticos y ciudadanos occidentales. «Es evidente que los norteamericanos deben comenzar a entender —después de lo que ha pasado en octubre, afirma Marris— que viven por encima de sus posibilidades y que la hora de la realidad ha llegado. Norteamérica gasta en este momento 3,5 por 100

más de lo que gana en forma de producción y renta interna, y ésto no puede durar. Cualquiera que sean los sobresaltos del monstruo, el déficit público debe ser eliminado. Las negociaciones del gobierno y el Con-



S. MARRIS

greso han desembocado en una reducción insuficiente del déficit. Si el déficit no se reduce en dos años en 100.000 millones de dólares, será difícil detener la marcha de los acontecimientos.

En el momento presente, esa vida americana por encima de sus posibilidades no se financia ya por préstamos privados, que han tendido a disminuir drásticamente en 1987. Los déficit americanos se financian en la actualidad totalmente por los bancos centrales, y esto no puede durar. Mientras no se tomen medidas de reequilibrio de la economía interna americana, y mientras Alemania y Japón no colaboren con más intensidad poniendo a plena marcha sus economías, el dólar bajará y, con él, caerán de nuevo las bolsas de valores».

Stephen Marris probablemente sea el economista que más ha estudiado los últimos avatares del dólar y su futuro, y su convicción de que el dólar bajará la manifiesta en su propio comportamiento: «Tengo pocos ahorros preparando mi retirada, pero éstos están esperándome en Frankfurt, colocados en marcos, porque una cosa he aprendido ciertamente en los últimos tiempos, y es que es más fácil ganar dinero hablando del dólar que apostando por él».

efectivamente, los mercados reconocerán su ausencia, sancionándola con una caída violenta de las cotizaciones del dólar, manifestando así su profunda decepción. Cobraría, de esta manera, realidad la trágica profecía de Stephen Marris de un *aterrizaje brutal* del dólar como premisa de una grave depresión (*vid.* recuadro «Los déficit y el dólar: la economía mundial en peligro»).

Ad.3. El déficit y el endeudamiento públicos americanos y las economías europeas

El proceso de déficit y endeudamiento públicos estadounidenses han traducido sus efectos negativos —aparentemente de forma paradójica— sobre las economías europeas. Esa traducción negativa sobre el escenario europeo del déficit y endeudamiento públicos estadounidenses no resulta, en principio, fácil de entender; y ello porque el inicio de la recuperación europea lo constituyó el sector exterior, beneficiario directo de la alta cotización del dólar, que facilitaba sus exportaciones. ¿Cómo es posible que Europa se haya quejado reiteradamente del déficit público americano y del alza del dólar que el mismo produjo cuando éstas eran las fuerzas que estaban ayudando a la recuperación de su economía?

La respuesta se halla en los efectos negativos *directos e indirectos* del déficit-endeudamiento americano sobre las economías europeas. He aquí su inventario tal como lo ha realizado Feldstein (1985):

1. El efecto del déficit-endeudamiento americano sobre las exportaciones europeas ha sido, sin duda, positivo; pero, también sin duda, se ha exagerado en su cuantía. Estados Unidos significa me-

nos del 10 por 100 para las importaciones y exportaciones de los países de la CEE. Incluso si se elimina el comercio intracomunitario, es solamente de un sexto del comercio total de la CEE. Por otra parte, el comercio exterior ha aumentado en una tasa del orden del 14 por 100 entre 1980 y 1984, un tercio menos que el aumento registrado en los cuatro años previos.

2. El rápido aumento del dólar en los años 1981-85 ha producido dos efectos desfavorables: la caída de la relación real de intercambio en los países europeos (con pérdida de renta real frente a los productos estadounidenses) y el aumento de la inflación derivado del componente exterior de los precios.

3. La subida de los tipos de interés a largo plazo en USA ha constituido una poderosa fuerza de atracción que ha alineado paulatinamente a los europeos con ellos (dado su carácter de precios internacionales), lo que ha determinado una subida que ha afectado negativamente a la inversión en Europa.

Por otra parte, la mejora relativa de los tipos reales de interés americanos ha favorecido la salida de capitales buscando más rentabilidad en Estados Unidos (lo que ha disminuido el capital total acumulado en Europa).

4. Los efectos *indirectos* de la política fiscal americana han tenido considerable importancia. La rápida elevación de la cotización del dólar constituyó el punto de partida de un conjunto de políticas restrictivas en Europa (iniciadas en Alemania, pero transmitidas a otros países de la CEE a través de la posición dominante del marco en el sistema monetario europeo). En efecto, la rápida apreciación del dólar iniciada en 1980

supuso un importante impacto inflacionista que el Bundesbank trató de contrarrestar con el aumento de los tipos de interés y un control más rígido de la oferta monetaria (de 1980 a 1983 la oferta monetaria creció la mitad que en los tres años anteriores). Esta contracción de la política monetaria alemana en respuesta a la rápida apreciación del dólar (causada predominantemente por el déficit público norteamericano), actuó negativamente sobre el nivel de actividad económica, produciendo tasas reducidas de crecimiento y aumentos del desempleo. También fue restrictiva la política fiscal (por la caída del ritmo de la actividad económica, con su efecto sobre el ritmo de crecimiento de los ingresos, lo que obligó a limitar el crecimiento del gasto).

Así pues, además de los efectos directos antes analizados, el déficit público americano transmitió un conjunto de efectos a Europa indirectamente, transmisión que tuvo lugar vía las respuestas inducidas por el déficit en las políticas monetaria y fiscal de Alemania Occidental, cuyas consecuencias se extendieron posteriormente a otros países europeos.

Estos cuatro grupos de efectos negativos del déficit y el endeudamiento de Estados Unidos explican que, a pesar de sus consecuencias positivas sobre las exportaciones europeas, las opiniones técnicas y políticas que han partido de Europa hayan denunciado y criticado el déficit público americano como causante de los desequilibrios de la economía mundial y como amenaza permanente de su futuro.

El déficit y el endeudamiento públicos de Estados Unidos en el centro de los problemas de la economía mundial

Permítame el lector resumir, aun a riesgo de abusiva reiteración, las conclusiones alcanzadas en el epígrafe anterior. De su contenido puede concluirse que la importancia de las consecuencias del proceso de déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos difícilmente puede ser exagerada. Los efectos del déficit están detrás del principal problema con el que se enfrentan las economías occidentales: el desequilibrio del comercio internacional. Es el aumento espectacular del valor del dólar en un 70 por 100 desde 1980 a la primavera de 1985 el que origina el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente de Estados Unidos y su progresivo endeudamiento exterior para financiarlo. El intenso aumento del valor del dólar es una consecuencia de la elevación de los tipos reales de interés a largo plazo, y esta elevación tiene como causa dominante —aunque no exclusiva— la cadena de déficit estructurales del presupuesto americano presentes y futuros. Sin reducir el déficit presupuestario estadounidense será imposible restablecer el equilibrio en las corrientes de intercambio de bienes y servicios entre Estados Unidos y los restantes países occidentales.

El desequilibrio de los procesos de ahorro y de inversión de Estados Unidos constituye la otra cara del desequilibrio exterior. El desahorro del sector público y el mantenimiento de los niveles de gasto ha ocasionado un endeudamiento externo, cuya continuidad en el tiempo ha alterado la estructura de la balanza de pagos

americana. El coste anual del servicio del endeudamiento *exterior* se cifra en torno a los 60.000 millones de dólares en la próxima década. Este efecto, causado por la existencia de la deuda *actual* acumulada, se produciría aunque el déficit desapareciera *hoy*. De esta manera, la reducción más intensa del déficit público afectará al saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, al acelerar el descenso de los tipos reales de interés a largo plazo y, con ellos, la cotización del dólar, favoreciendo las exportaciones americanas y disminuyendo las importaciones. Sin embargo, el imprescindible cambio de signo de la balanza de bienes y servicios para financiar la carga de la deuda acumulada necesita no *sólo* cerrar el bache del déficit público, sino definir una nueva paridad del dólar que contribuya a ese objetivo prioritario. Esa caída del dólar no puede sustituirse por la expansión de la demanda interna de Japón y Europa occidental, porque sus efectos sobre la balanza de mercancías y servicios de Estados Unidos son muy reducidos. La expansión de la demanda interna de esos países debe tener otro propósito: sostener el crecimiento interno de sus economías sustituyendo a la demanda externa norteamericana, que se debilitará a consecuencia de los ajustes precisos para lograr el superávit de la balanza de bienes y servicios. Con todo, esa estrategia de variar el signo de la balanza de bienes y servicios de Estados Unidos tiene como condición necesaria de partida la reducción del déficit público estructural a largo plazo, pues mientras éste subsista en los niveles actuales la consecución del superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente resultará imposible.

El déficit y el endeudamiento públicos americanos han jugado

un papel positivo en la recuperación de las economías occidentales y, desde luego, de las europeas. Pero los efectos directos e indirectos del déficit público americano han tenido un coste importante para los países europeos en términos de caída de la relación real de intercambio, de inflación, de exportación de capitales y de aplicación de políticas restrictivas, monetarias y fiscales, que han reducido las tasas de desarrollo europeas y han aumentado el desempleo.

Resulta, por todo lo reiteradamente expuesto, que el déficit y endeudamiento públicos de Estados Unidos se sitúan en el centro de los problemas que tiene hoy planteados la economía mundial. Se deduce también de la exposición anterior que déficit y endeudamiento públicos norteamericanos no constituyen el único problema. La definición de una nueva paridad del dólar y la coordinación de las políticas de Alemania Occidental, Japón y Estados Unidos constituyen decisiones complementarias básicas de cuyo cumplimiento y sincronía depende el futuro de la economía mundial.

La caída del dólar y la marcha peligrosa de la economía mundial desde 1985

Todos los acontecimientos expuestos hacían inexorable en un futuro —visto desde principios de 1985— la caída del dólar, pues no resultaba concebible que el desequilibrio interno de Estados Unidos encontrase financiación suficiente en los mercados de capitales, por la creciente percepción en éstos del riesgo en que incurrían los activos en la moneda estadounidense. Esa caída del dólar, sin embargo, podía programarse

o podía producirse brutalmente por el reconocimiento de los mercados y la huida en éstos de los inversores. Han sido muchas las voces —y en primer lugar la de Stephen Marris (1985)— que han advertido de los peligros de ese «aterrizaje brutal» del dólar. En efecto, la caída súbita sin control del dólar provocaría una convulsión de los flujos financieros de la economía mundial, un efecto inflacionista interno de enormes proporciones sobre la economía estadounidense, que exigiría un reajuste restrictivo con efectos imprevisibles, y un deterioro de la capacidad competitiva de las exportaciones de Japón y de la CEE, con la recesión correspondiente de esas economías.

Frente a esta alternativa de dejar que el mercado terminase por reconocer brutalmente el valor insostenible del dólar, cabía definir una política de «suave aterrizaje» del mismo, de la que eran piezas claves las acciones antes expuestas (reducción programada del déficit público americano, expansión sincronizada de las economías de Japón y Alemania Occidental y definición de una nueva paridad pactada del dólar, a la que se llegase por la adopción previa de las medidas anteriores, capaces de dotar de credibilidad a su cotización).

Pues bien, los acontecimientos han tendido a desarrollarse, desde la primavera de 1985, de forma peligrosa, ya que no se han cumplido las condiciones para ese «aterrizaje suave» del dólar. Ni su tipo de cambio se ha depreciado suficiente y acordadamente para lograr unos mejores resultados de la balanza de pagos americana entre 1985 y 1987, ni el déficit público americano ha logrado reducirse en la cuantía precisa, ni la coordinación de las políticas económicas occidentales conseguía va-

riar la actitud pasiva de Alemania y Japón. A falta del cumplimiento de esas tres condiciones, los desequilibrios de la economía mundial se han agudizado, manifestándose en los mercados de cambios y, en última instancia, en la crisis de la Bolsa de Nueva York del 19 de octubre, amenazando con el peligro de una seria recesión mundial.

Tratemos de repasar con más detenimiento la evolución de estos hechos, que están hoy determinando el curso de los acontecimientos en el mundo occidental.

A principios de 1985 el dólar alcanzaba ya una cotización insostenible. No era posible mantener el dólar a 3,3 marcos y 250 yens más que al coste prohibitivo de producir una balanza de pagos por cuenta corriente americana deficitaria en más de un 3 por 100 del PIB estadounidense. Una balanza deficitaria que precisaba de un crecimiento continuo del endeudamiento exterior que resultaba crecientemente difícil de financiar. A principios de 1985 esos hechos fueron evidentes para los inversores que financiaban el déficit exterior de Estados Unidos, que comenzaron a percibir que deberían vender sus activos en dólares *antes* de que se iniciara su inevitable caída. El miedo a las pérdidas eventuales de los activos en dólares sustituyó al optimismo de los años anteriores. Las ventas en dólares comenzaron a realizarse en los mercados de cambios, iniciándose con ellas la caída de sus cotizaciones. El dólar perdió, además, desde ese mismo año, el baluarte que había sido el gran atractivo para impulsar su cotización: los elevados tipos reales de interés, que iniciaron su descenso como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más flexible y de la desaceleración del propio crecimiento

económico norteamericano. Tras seis meses de descenso del dólar en los mercados de cambios, llegó —en septiembre de 1985— el acuerdo del «Grupo de los 7» en el Hotel Plaza de Nueva York, que apoyaba la caída *concertada* del dólar. Para algunos observadores agudos, la importancia de ese acuerdo se ha exagerado en exceso, pues si bien es cierto que Japón alteró su política monetaria elevando, como debía, los tipos de interés con vistas a incrementar el valor del yen, y contribuyendo así a mejorar el equilibrio económico mundial, para Alemania el acuerdo careció de contenido, e incluso el propio Japón abandonó pronto su actuación compensatoria y Estados Unidos no aportó la reducción necesaria de su déficit presupuestario. De esta forma, el descenso del dólar no sufrió la caída precisa y programada que debería haberse registrado por esa actuación del «Grupo de los 7».

A falta de un éxito en esa acción concertada, las fuerzas impulsoras de la baja del dólar fueron, de nuevo, las actuaciones de los inversores que, al vender la divisa norteamericana en los mercados de cambios, redujeron, entre febrero de 1985 y diciembre de 1986, en un 30/35 por 100 el valor del dólar. Esta caída resultaba insuficiente para corregir el déficit comercial, y éste persistió durante el año 1986 y comienzos de 1987, necesitando una cantidad importante de ahorro externo. El déficit con el que se liquidó la balanza de pagos americana en el ejercicio de 1986 mostraba claramente ya las dos fuerzas que reclamaban una caída mayor de la divisa norteamericana: la continuidad del déficit comercial y el crecimiento explosivo de la deuda exterior. La balanza de pagos americana y su componente de inversión atravesó —en ese ejercicio, como se ha

indicado anteriormente— la línea histórica que convertía a Estados Unidos en un país deudor. El peso futuro de la devolución de los intereses y de los principales de la deuda que Estados Unidos había contraído forzaba a obtener un superávit en la balanza de bienes y servicios en los años venideros, y este superávit exigía, obviamente, un tipo de cambio mejor que el que Estados Unidos tenía para apoyar el conjunto de las exportaciones y limitar sus crecientes importaciones. Resultaba ya obvio a finales de 1986 que mientras no se redujera el déficit de la balanza de pagos americana sus desequilibrios anunciarían ulteriores caídas en la cotización del dólar, y así lo entendieron los mercados de cambios.

Dado que el éxito de los acuerdos del Plaza fue —como antes se dijo— bien limitado, se pensó de nuevo en la necesidad de insistir en una coordinación de las políticas económicas que tendiese a reducir programadamente el valor del dólar y, en la medida de lo posible, a expansionar la demanda interna de Japón y Alemania Occidental. Ese fue el propósito de los acuerdos firmados en el Louvre, en febrero de 1987. Pero si el éxito de la acción concertada no se había logrado con los acuerdos del Plaza, tampoco los acuerdos del Louvre lograrían algo mejor. Inicialmente, el dólar pareció estabilizarse en los niveles pactados, pero esa estabilización provisional del dólar estaba condenada a ser transitoria, al abandonarse a las compras masivas de la divisa norteamericana por los bancos centrales del «Grupo de los 7» en los mercados de cambios, y no a la realización de las medidas correctoras necesarias antes expuestas. La presión vendedora en los mercados de cambios de dólares arrancaba del convencimiento de

que, a falta de actuaciones de fondo que redujeran los desequilibrios de la economía mundial, el dólar continuaría su inevitable caída. Mes a mes, los mercados de cambios han ido siguiendo en el año actual las liquidaciones de la balanza comercial estadounidense, pues mientras se mantuvieran sus déficit éstos anunciarían que los problemas del desequilibrio de la economía mundial no se habían resuelto y, a falta de esa solución, el dólar continuaría su caída libre, con la consiguiente amenaza de una futura recesión.

Tres acontecimientos iban a cambiar el panorama en el otoño de 1987. El primero, la subida de los tipos de interés americanos, que cerraban una fase presidida por sus descensos constantes, subida que anunciaba las dificultades para sostener el dólar en sus cotizaciones, reclamando la ayuda del ahorro exterior. Esta subida de los tipos de interés americanos fue secundada, contra lo que exigiría una política de coordinación económica, por una corrección al alza de los tipos de interés de Alemania Occidental, segundo acontecimiento que ensombrecía el panorama de la economía mundial y motivaba las declaraciones intempestivas de Baker, amenazando con una caída libre del dólar, expresivas de la falta de coordinación de las políticas económicas occidentales. El tercer acontecimiento fue la adversa liquidación de la balanza comercial de Estados Unidos en el mes de agosto, que registraba un déficit mayor del esperado. Estos tres acontecimientos iban a producir la noticia del año 87: el «lunes negro» del 19 de octubre, en el que la Bolsa de Valores de Nueva York registraría la mayor caída de su historia.

La crisis bursátil de octubre de 1987 y sus principales mensajes

El mundo de las bolsas de valores había vivido el proceso de recuperación de la economía mundial, traduciéndolo con su habitual sentido de la exageración. El divorcio creciente de los valores financieros con respecto a los reales de la economía había alcanzado, en vísperas de la crisis bursátil, magnitudes sin precedente. La internacionalización de las bolsas de valores y los procesos de innovación, desregulación y titularización concedían a ese divorcio un eco y consecuencias extraordinarios (8). Las cotizaciones bursátiles batieron sus récords en todos los mercados, en un proceso que parecía no tener fin. Sin embargo, y apoyándose en los techos alcanzados por las cotizaciones y en los tres acontecimientos antes destacados, las fuerzas «bajistas» del mercado consiguieron imponerse el 19 de octubre de 1987.

Es claro que los tres motivos aludidos anteriormente afectaban de lleno al nivel de las cotizaciones. La elevación de los tipos de interés en Estados Unidos no era compatible con la elevación de los cambios en los valores de renta variable por tres razones bien elementales: 1) La mayor remuneración de las inversiones financieras alternativas en obligaciones y préstamos respecto de las inversiones en acciones. 2) El mayor coste en que deberían incurrir los inversores que solicitaban los créditos para su adquisición de acciones. 3) El aumento del coste de las empresas, que encarecía y dificultaba los procesos de inversión real. A estas tres razones se añadía el hecho obvio de que el alza de los tipos de interés americanos avisaba de las dificultades

de continuar sosteniendo un déficit comercial y un déficit público, y de que reducir estos déficit, como sería necesario, llevaría a Estados Unidos a detener antes o después su proceso de expansión económica, con las obvias consecuencias sobre la cotización de los valores de renta variable.

Por otro lado, el déficit de la balanza comercial de Estados Unidos del mes de agosto constituyó la segunda noticia precursora de la caída bursátil. Su importancia es destacada por todos los analistas, pues de nuevo recordaba el límite de la expansión de la economía real. La falta de cooperación por parte de Alemania Occidental agudizó más aún los problemas de continuidad del crecimiento económico mundial y, a falta de ese crecimiento, el aumento de las cotizaciones bursátiles carecía, obviamente, de base.

Apoyándose en estos fundamentos, que manifestaban el divorcio alcanzado entre la economía real y la financiera, el triunfo de los «bajistas» fue espectacular, derrumbando las cotizaciones, inicialmente en Wall Street y después en todos los mercados, en cuantía sin precedente histórico, como antes se ha indicado.

Esa crisis de los mercados bursátiles iba a imponer así su lógica inexorable, obligando a los políticos a practicar los ajustes que se habían considerado necesarios una y otra vez por los técnicos, pero a los que no se había atendido suficientemente más que en la retórica de los comunicados de las reuniones internacionales celebradas, pero no en la práctica económica diaria. Por otra parte, la crisis bursátil abría una nueva fase de las políticas económicas de ajuste, dadas sus consecuencias sobre los procesos de la economía real.

La definición de una política económica debería, por tanto, contabilizar, a partir de octubre de 1987, como premisas de sus programas, el antiguo y profundo problema de los desajustes del comercio internacional, pero también los nuevos problemas que originaba una crisis bursátil que podía desembocar en una depresión mundial. Las distintas opiniones vertidas sobre la política económica, que condicionaban esas dos premisas de partida, ofrecen una serie de coincidencias, que pueden agruparse en los siguientes puntos:

- Aunque la situación actual sea incierta y las circunstancias que la definen cambiantes, su deslizamiento hacia una gran depresión puede contenerse *si* se adoptan un conjunto de políticas económicas que reduzcan los desequilibrios de la economía mundial, en el clima de una cooperación económica entre las distintas naciones.

- La crisis bursátil ha sido importante y sus efectos se han amplificado por la internacionalización de la vida financiera y por los procesos de innovación, desregulación y titularización. En especial, ha desempeñado un papel protagonista el uso masivo de la informática, que para muchos observadores se ha convertido en el gran acelerador de la caída de las cotizaciones. Sin embargo, la crisis bursátil era *esperada* como corrección técnica de las cotizaciones, dadas sus desviaciones respecto del mundo de la economía real. Por otra parte, la crisis bursátil ha sido limitada y no ha afectado, por ahora, ni a los títulos de renta fija ni a los mercados del oro ni a los de las materias primas.

- Aprendiendo las lecciones de la pasada gran depresión de los años 30, no se ha creado un «hambre» de liquidez en los mercados,

pues ésta ha sido satisfecha por los bancos centrales, incluido el Bundesbank. Esta oferta de liquidez ha sido suficiente para evitar lo peor: un pánico por falta de liquidez, que impulsó la gran depresión de los años 30 tras la crisis bursátil del 29.

- Que la advertencia de los mercados de valores ha sido seria, y que fuerza a los políticos a actuar diligentemente y sin errores sobre las causas del desequilibrio económico mundial, las cuales se encuentran en los escenarios ya apuntados, en los que no caben dilaciones ni errores: en el déficit público americano, en la cotización del dólar y en la cooperación conjunta de Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón, llamados a entenderse en un acuerdo más eficiente —por más extenso y comprometido— que los del Plaza y el Louvre (9).

- Que la crisis bursátil no ha sido en vano: su presencia impone unos costes, que no son pocos, al desarrollo económico inmediato de los países occidentales (10).

III. LA REDUCCION DEL DEFICIT-ENDEUDAMIENTO EN ESTADOS UNIDOS: ALTERNATIVAS Y POSIBILIDADES

Los tres principales problemas de la reducción del déficit-endeudamiento de Estados Unidos

Los efectos negativos del déficit-endeudamiento de Estados Unidos, denunciados inicialmente por los economistas, han terminado sancionándose por los mercados

de cambios y valores —como se ha indicado con anterioridad—, imponiendo así dramáticamente la necesidad de su tratamiento, al que deben acompañar las decisiones tantas veces reiteradas a lo largo de este trabajo (coordinación de las políticas económicas de Alemania Occidental y Japón, nueva paridad del dólar).

Esa reducción del déficit y el endeudamiento públicos americanos debe realizarse en un contexto económico actual que ya no es el expansivo anterior a la crisis bursátil del mes de octubre de 1987. Ese es el comprometido escenario en el que debe analizarse y discutirse la posibilidad y la conveniencia de la reducción del déficit y el endeudamiento públicos norteamericanos.

Es importante distinguir en este análisis la existencia de tres problemas diferentes:

1. La voluntad *política* de reducir el déficit y el endeudamiento estadounidenses.

2. La posibilidad de lograr ese objetivo, esto es, los *medios técnicos* que se han aplicado o pueden aplicarse en la hipótesis de que se cuente con la voluntad política de reducir el déficit y el endeudamiento públicos.

3. *La conveniencia económica* o no de esa reducción del déficit y endeudamiento públicos en la etapa económica actual, presidida por la crisis bursátil de octubre de 1987 y por sus temidas y probables consecuencias recesivas sobre la economía real.

Exponer el contenido de esos tres problemas dará su argumento a esta tercera y última parte del presente trabajo.

La reducción del déficit-endeudamiento estadounidense: Las dificultades políticas

Las dimensiones del déficit estructural americano están condicionadas —como ya se expuso anteriormente— por tres variables: 1) Cortes tributarios concedidos por la *Economic Recovery Tax Act* de 1981. 2) Dinámica del gasto público (distinto de los pagos por intereses). 3) Aumento de los pagos por el interés de la deuda pública acumulada.

La dialéctica utilizada por la política fiscal contenida en la llamada «revolución de la economía de oferta» actuaba con toda beligerancia y concreción sobre las fuerzas del déficit, aplicando una estrategia muy definida. El corte de los impuestos constituía la condición necesaria para estimular el crecimiento económico y forzar a los representantes políticos a un ajuste de los gastos públicos, alterando así su inercia histórica. Esa obligación parlamentaria de ajustar el presupuesto de gastos a los menores y estimulantes impuestos se trató de reforzar —sin éxito— con la limitación constitucional del crecimiento de los ingresos y el equilibrio del Presupuesto (Resolución Conjunta 58 del Senado americano de 1981).

Está claro, por tanto, que la reducción del déficit público, vista desde la Administración pública de Estados Unidos, cuenta con una dificultad ideológica inicial de importancia decisiva, y es la de que debe conseguirse sin elevar la presión fiscal. Esta fue la promesa de la *reaganomics* y su contribución más destacada a la política económica. Manejar, por tanto, la elevación de la presión fiscal como remedio del déficit público equivale a contrariar una de las

ideas mejor vendidas y más expuestas durante el mandato de Reagan. Se comprende, en consecuencia, su oposición política a esta alternativa para remediar el déficit público.

Abandonada esa alternativa para reducir el déficit, sólo quedaba disponible la actuación consistente en quebrar las tendencias del crecimiento del gasto público (distintas de los pagos de interés, que estaban previamente comprometidos por los déficit y la deuda acumulados). Para comprender las dificultades de actuar en esa dirección es preciso conocer dos datos: la regulación jurídica del procedimiento presupuestario de Estados Unidos y las tendencias vigentes en el gasto público que había que quebrar.

El procedimiento presupuestario de aprobación del gasto público sufrió una reforma importante con la *Congressional Budget Impoundment Control Act* de 1974. Esta disposición varió el papel economizante de las *House Appropriation Committee*, cuyas subcomisiones habían podido tradicionalmente todas las partidas de exceso de gasto público. La nueva organización reforzaba la competencia planificadora del Parlamento, pero es opinión unánime que desatendía la disciplina en materia de gastos públicos, que quedaba considerablemente relajada. Por otra parte, esa nueva ordenación presupuestaria en Estados Unidos renunciaba a observar la norma del equilibrio presupuestario.

La nueva ordenación del Presupuesto llegaba a Estados Unidos cuando las tendencias crecientes del gasto público habían acelerado su marcha y alterado su estructura. Desde 1970 los gastos de transferencia de la seguridad social, y otros programas so-

ciales, pasaron a desempeñar un papel dominante en el crecimiento del gasto público americano. De esta manera, los llamados programas de «derechos adquiridos» crecieron dentro del Presupuesto. El carácter de esas partidas de gasto público es el de ser «relativamente incontrolables», es decir, el de hipotecar la cuantía del gasto total, al asegurar su permanencia. Por razones evidentes de carácter político y aun moral, resulta muy difícil, por no decir imposible, reducir las cuantías de pensiones, subsidios de desempleo, gastos de sanidad. Pechman (1981) ha calculado que tres cuartas partes del gasto público norteamericano caen en esa categoría de «incontrolables», por lo que el margen político para reducir el gasto público es muy limitado. Si se tiene en cuenta, además, el objetivo político de Reagan de afirmar los gastos de defensa, se obtendrá el resultado final de un déficit público creciente.

Es en ese ambiente en el que cobra toda su importancia el intento de reformar el procedimiento presupuestario para recabar los *medios técnicos* que ayudasen en la empresa erizada de dificultades de controlar el déficit público.

Los medios técnicos como estímulos a la reducción del déficit y del endeudamiento públicos en Estados Unidos

El intento de dotar de medios técnicos al proceso presupuestario ha discurrido en Estados Unidos por la vía constitucional, con el propósito de limitar bien los ingresos, bien los gastos públicos, o lograr el equilibrio presupuestario. Asimismo, esas alternativas

pueden combinarse entre sí, como sucedió con la Resolución Conjunta 58 del Senado norteamericano a la que nos referimos con anterioridad.

Las críticas a ese medio técnico para controlar y limitar el déficit público han sido numerosas, sembrando un amplio escepticismo sobre su viabilidad. A las limitaciones de esa alternativa técnica me he referido por extenso en un trabajo publicado en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA* (Fuentes Quintana, 1985) y a él remito al lector interesado. Recojamos aquí el hecho de que las debilidades de esa tendencia residen —como han afirmado Olson (1980) y Suits y Fisher (1985)— en su dudosa *eficacia operativa*, pues el cumplimiento de esa norma puede eludirse por múltiples procedimientos: acudiendo a gastos extrapresupuestarios, sustituyendo los gastos públicos por gastos fiscales o por créditos, o bien trasladando los gastos públicos a la sociedad en forma de gastos privados mayores. Por otra parte, si la norma constitucional se incumple, ¿cómo se sanciona su incumplimiento? El final de esa norma, si no se observa, sería el desprestigio de los preceptos constitucionales, que debe evitarse —como destaca Musgrave (1981)— en toda sociedad democrática. La experiencia norteamericana de algunos estados —como el de Michigan— ratifica, como han demostrado Suits y Fisher (1985), esas críticas al valor operativo de la enmienda constitucional.

Han sido esas críticas generales y la experiencia de esa norma técnica las que han abierto la otra vía, consistente en la *consolidación del déficit*, propuesta por Martin Anderson (1985), y a la que responde la Ley Gramm-Rudman-Hollings. Anderson afirma que no resulta posible cumplir con la nor-

ma constitucional de limitación de ingresos y gastos, o equilibrio presupuestario, sin acabar *antes*, de forma progresiva y regulada, con el déficit público existente, y en ese sentido propuso reducciones anuales de 35.000 millones de dólares, de modo que en el plazo de cinco años podría llegarse a un Presupuesto equilibrado. En definitiva, se trataba de definir un procedimiento transitorio, posible de llevar a la práctica, para llegar a reducir el déficit público. Esta fue la idea que inspiró la Ley Gramm-Rudman-Hollings. La Ley obliga al Presidente —como ya se ha indicado con anterioridad— a observar los toques de déficit fijados. Al Congreso se le exige igualmente que las decisiones parlamentarias no sobrepasen los límites establecidos por el déficit. Si el déficit presupuestario estimado sobrepasara la cuantía fijada, el Presidente está obligado a promulgar una orden de reducción (*Sequester Order*) por el importe de las cantidades establecidas. Promulgada la orden para la reducción del Presupuesto, ambas Cámaras, si no están de acuerdo con los recortes del gasto, que tienen que ser proporcionales (tanto la parte civil como militar del gasto público), pueden elaborar una propuesta alternativa para la reducción del gasto público o para elevar los ingresos públicos. La posibilidad de llegar a este compromiso en el marco del límite del déficit prefijado ante la presión de la *Sequester Order* constituye uno de los objetivos centrales de la Ley Gramm-Rudman-Hollings. Las reducciones proporcionales no deben considerarse una conclusión obligada de la Ley, sino más bien una solución de urgencia para cuando no resulta posible llegar a un acuerdo entre Presidente y Congreso.

¿Qué problemas presenta esta

alternativa de control del déficit público? Dos fundamentalmente:

- Los referentes a su *lógica económica*. La reducción del déficit puede resultar contraproducente si, en el proceso de su reducción, se produjera una caída de la actividad económica. Se impediría así que el Presupuesto ayudara a la recuperación de la economía incurriéndose en una «acción paralela» que reforzaría la caída de la coyuntura. La Ley Gramm-Rudman-Hollings prevé esa contingencia y admite la reducción del déficit público programado con ese fin.

- Su *capacidad funcional* para conseguir su propósito de limitar el déficit público. La Ley Gramm-Rudman-Hollings admitió la existencia de lo que antes se han denominado gastos «relativamente incontrolables» que quedan excluidos de las reducciones proporcionales previstas en la Ley. En su tramitación parlamentaria, el campo de esos gastos «irreductibles» fue creciendo, y se extendió finalmente a la seguridad social, intereses de la deuda pública y obligaciones derivadas de los gastos de defensa que tienen garantizada su cuantía. Hoy esos gastos «irreductibles» han sobrepasado el 50 por 100 del total presupuestado. Por ello, las reducciones proporcionales afectan a una *parte* del Presupuesto que no es la que tiene más fuerza expansiva. En tales circunstancias, en las áreas restantes sometidas al recorte presupuestario no es extraño que decaiga la disposición a una colaboración constructiva para reducir el déficit. La búsqueda de expedientes como la venta de activos públicos testimonia el escape de la reducción de los gastos a la Ley Gramm-Rudman-Hollings. De ahí se sigue la decepción ante los resultados conseguidos por su aplicación, cuya mejora reclama la

ampliación funcional de la aplicación de la Ley, bien extendiéndola a más gastos públicos o bien posibilitando el aumento de los impuestos, hasta ahora negado por las mayorías políticas en el Parlamento.

Esas debilidades funcionales de la Ley Gramm-Rudman-Hollings son las que han llevado a los decepcionantes resultados de su aplicación para el ejercicio de 1987, con una permanencia del déficit público que traducirá inevitablemente sus consecuencias sobre los mercados de cambios y de valores, como ha sucedido en los días finales de 1987 (11). La caída libre y brusca del dólar —sanción última de esas limitaciones en el tratamiento del déficit público— apunta con claridad los peligros que hoy acechan a la economía mundial.

La conveniencia económica de la reducción del déficit público ante la amenazante recesión económica mundial

La falta de coordinación de las políticas económicas occidentales, y su consecuencia: el cambio de coyuntura que abre la crisis de las bolsas de valores de octubre del 87, obligan a preguntarse por los efectos de la caída bursátil sobre la economía real y a abrir la inquietante pregunta de si los peligros de una depresión no estarán próximos. Es evidente que cualquier pronóstico sobre el futuro que esos hechos definen tiene más de fantasía que de predicción económica. Sin embargo, nadie niega hoy que la recesión económica —en forma de caída en el ritmo de crecimiento a tasas inferiores a las actuales— está en el horizonte inmediato de la economía mundial (1988-1989), pues no es concebible —como ya se ha

indicado anteriormente— que pérdidas de cotización en las bolsas de valores como las registradas no influyan sobre la propensión al consumo de las familias (a través del «efecto riqueza» negativo que supone la pérdida del valor de sus carteras de títulos) y sobre la confianza y expectativas de inversión de los empresarios.

¿No se corre el riesgo, en esta circunstancia, de que una reducción del déficit público americano enfrie más aún las expectativas de consumidores y empresas y nos lleve al largo invierno de una depresión? De ese peligro han advertido algunos economistas radicalmente fieles al keynesianismo, como Robert Eisner, actual Presidente de la American Economic Association, que considera los recortes presupuestarios para reducir el déficit público «como un regreso a la política económica de Hoover, que en los años 30 asoló América con una depresión», o como Paul Davidson, editor del *Journal of PostKeynesian Economics*, que ve en la disminución del déficit «el modo de aumentar las tendencias recesivas de la economía y llevarnos a otra gran depresión». Curiosamente, esas opiniones se han dado la mano con las de los economistas opuestos, es decir, con las de los llamados «economistas de oferta», que estuvieron en la primera hora de la política fiscal de Reagan defendida en la *Economic Recovery Tax Act* de 1981. Así, Paul Craig Roberts (1987), hablando por todos ellos, ha afirmado que el déficit público no ha causado los problemas actuales de la economía americana, sino que los ha causado la política monetaria, y que elevar la imposición para cuadrar el Presupuesto llevaría de nuevo a Estados Unidos hacia la zona prohibitiva de la «curva de Laffer», con sus efectos negativos sobre

UNA CARTA DEL PROFESOR MEADE

Bajo el título «En tiempos de crisis puede resultar útil un análisis keynesiano» («In economic turmoil, a Keynesian analysis may be helpful»), el *Financial Times* publicó la siguiente carta al Director.

Señor: Durante algunos años los Estados Unidos han seguido una política de despilfarro, con un ahorro inadecuado para financiar sus necesidades de capital en el interior, incluido un importante déficit presupuestario. Esto ha exigido una política monetaria restrictiva, con altos tipos de interés que contuvieran la demanda de recursos y que atrajeran fondos adicionales del exterior.

La entrada de capitales así originada llevó a una apreciación del dólar que abarató las importaciones de Estados Unidos y que, por el contrario, encareció las exportaciones americanas, estimulándose de este modo la importación y obstaculizando la exportación. Así, durante un cierto número de años, Norteamérica ha estado absorbiendo más de lo que permitía su renta, contando con la llegada de mercancías extranjeras para compensar la diferencia. El déficit de la balanza de pagos se ha hecho más incómodo en la medida en que ha debido proseguir el endeudamiento no sólo para financiar el exceso de importaciones, sino también para pagar los intereses de la vieja deuda. El interés compuesto es algo terrible. Las gallinas se han metido en casa para comer.

Antes del crack de la Bolsa los Estados Unidos podían haber llevado a cabo una reestructuración gradual de su economía, elevando los impuestos poco a poco y/o reduciendo el gasto público, flexibilizando *pari passu* la política monetaria. La reducción acompasada de los tipos de interés hubiera tenido algunos efectos inflacionistas al estimular la demanda de bienes y servicios y al fomentar la inversión en equipo. Pero lo más importante es que habría contenido o habría hecho retroceder la entrada de capitales de fuera. Esto habría depreciado el dólar y habría aumentado la demanda mundial de productos norteamericanos, en competencia con los procedentes de otros países, tales como Japón y Alemania. Ese incremento de la demanda ex-

terior habría hinchado la demanda global de productos americanos.

La razón básica para una acción conjunta de elevación de impuestos y de reducción del gasto hubiera sido desactivar esos efectos inflacionistas de una política de dinero barato. En el mundo exterior, países industriales como Japón y Alemania habrían tenido que hacer frente a los efectos deflacionistas de una disminución de la demanda extranjera de sus productos exportables. Para compensar esa situación, dichos países se habrían visto obligados a estimular la demanda interna a través de una gradual, pero substancial, flexibilización (*relaxation*) de su propia política financiera. Toda la estructura mundial de los tipos de interés podría haber resultado paulatinamente alligerada.

La presente caída, a escala mundial, de las bolsas de valores, introduce de repente un elemento deflacionista adicional. Los inversores privados deberán renunciar a ciertos gastos y, lo que es más importante, se verán frenados o anulados muchos proyectos industriales por falta de confianza o por dificultades en la atracción de fondos. Es muy difícil saber cuál puede ser el peso

de estas influencias deflacionistas. Pueden ser menores o pueden ser substanciales. Pero esta incertidumbre no altera en modo alguno la necesidad de depreciar el dólar para hacer frente a los productos de otros países, y aumenta la conveniencia de reducir los tipos de interés y/o los impuestos en países como Alemania y Japón para compensar la disminución de las exportaciones a Norteamérica.

En los Estados Unidos, la urgencia de reducir el déficit presupuestario es ahora menor, porque el efecto deflacionista de la caída de la Bolsa compensará total o parcialmente los efectos inflacionistas de la mejora de la balanza de pagos.

Sea como fuere, los países industriales, incluyendo los Estados Unidos, deberían hacer un uso flexible de las políticas monetaria y fiscal, con vistas a conseguir, simultáneamente, a) un control de la no deseable inflación o deflación del valor monetario de su producto interior, y b) la consolidación de un estado de cosas que haga imposibles los desastrosos efectos de una política de despilfarro. Estructuralmente, para el largo plazo, esto supondría la necesidad ineludible de reducir el déficit presupuestario norteamericano, objetivo al que deberían consagrarse todos los sacrificios. Esto haría posible que se restableciera la confianza. Ahora bien, por las razones señaladas más arriba, los requerimientos a corto plazo, y por primera vez desde hace muchos años, aconsejan la mayor cautela (*a more cautious wait-and see attitude*) por lo que se refiere al endurecimiento de la política fiscal.

El crack de Wall Street de 1929 se convirtió en una grave depresión a causa de la desgraciada política monetaria restrictiva, consecuencia de un deficiente sistema bancario. Estemos alerta ahora ante la posibilidad de que el crack de 1987 pueda convertirse en una calamitosa crisis por no saber acertar el momento en que deba llevarse a cabo la necesaria reforma estructural del sistema fiscal de Estados Unidos (*necessary structural reform of USA fiscal arrangements*).



J. MEADE

J. Meade
Little Shelford, Cambridge.

la actividad económica. Estos alegatos en favor de un déficit mayor deben ser cuidadosamente valorados, sin pasión partidista ni prejuicios académicos. Creo que es eso lo que ha realizado, en forma magistral, el premio Nobel de la profesión, James E. Meade, en una carta enviada al *Financial Times*, que se ofrece en el recuadro de la página anterior. Meade llama la atención sobre la marcha criticable de la política fiscal americana que ha culminado en el déficit público actual. Una marcha que debió ser detenida hace algún tiempo para prevenir los desequilibrios que anunciaba, y que, efectivamente, se han producido, sobre las corrientes de intercambio. Pero ese déficit público tiene un significado distinto antes y después de la crisis de los mercados de valores de octubre de 1987. Meade pide, en esta circunstancia, un uso más flexible de las políticas fiscal y monetaria americanas, una coordinación con las políticas de Alemania y Japón y una nueva paridad del dólar, peticiones unánimes estas dos últimas realizadas por los economistas y desatendidas por los políticos desde hace años, e insiste en diferenciar el déficit público en sus dos componentes: *estructural* (permanente y registrado cuando la economía alcanza su tasa de crecimiento potencial) y *coyuntural* (transitorio y debido a la caída de la actividad económica). Es este último un déficit público que no debe temerse en las circunstancias actuales, mientras se aplican las medidas pertinentes para reducir el déficit estructural del Presupuesto, con lo cual puede suceder que el déficit *total* aumente aunque se reduzca el componente *estructural*.

* * *

Cuando se repasan los problemas actuales desde la perspectiva singular y privilegiada que abre el déficit público estadounidense, una conclusión domina sobre cualquier otra, y es la falta de una política económica que coordinase realmente las medidas tantas veces pedidas a los gobiernos para tratar los problemas económicos de nuestro tiempo. A esta coordinación se le han tributado siempre los honores retóricos de los comunicados finales de las reuniones de las cumbres económicas recientes o de los acuerdos del Plaza o del Louvre. Pero una cosa ha sido la retórica y otra los hechos, que han continuado impasibles, sin modificación apreciable alguna. La pérdida del liderazgo americano en la política económica y la incapacidad de los restantes países para hacer lo que decían en sus declaraciones ha ido creando una desconfianza creciente en los mercados, que han sancionado con sus caídas violentas su cansancio y hastío ante la falta de decisiones de la política económica. Esa es la peligrosa situación en la que hoy vivimos. «Estamos —como afirma Stephen Marris (1987)— en una carrera entre lo que *hagan* los políticos y lo que *hará* el mercado. Si los políticos no avanzan hacia la coordinación efectiva, lo harán los mercados, y no de forma grata, porque las reacciones de los mercados tienden a exagerar y a imponer resultados costosos». Es ese coste el que se ha empezado a pagar por las distintas economías nacionales. En esta circunstancia, si los políticos que lideran la economía mundial continúan sin ofrecer el testimonio de que son capaces de afrontar constructivamente, con hechos, los problemas que plantean los desequilibrios actuales, el futuro caerá del lado de la recesión sancionada por los mercados. Quizás sea este temor la

única esperanza para que la voluntad política termine por responder a las necesidades de la economía de Occidente.

NOTAS

(*) Agradezco los comentarios realizados por Victorio Valle, José Luis Raymond y José Manuel González-Páramo a un primer borrador de este artículo. Sin embargo, soy el único responsable del resultado final y, por tanto, de los errores que pueda contener.

(1) Al lector interesado en el conocimiento de las bases del crecimiento del gasto público en una democracia y su propensión al déficit, expuestos por los teóricos de la elección pública, me permito remitirle a cuanto expongo en mi manual de *Hacienda Pública*, imp. R. Blanco, Madrid, 1987, Vol. I, págs. 219 y ss.

(2) Los rasgos más destacados de esta reforma fiscal se exponen detalladamente en el trabajo del profesor Albi «Propuestas tributarias actuales: la experiencia internacional», publicado en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núms. 30/31, páginas 42 y ss.

(3) La razón fundamental de ese desequilibrio del comercio internacional, según se afirma en el texto, se halla, para la mayor parte de los análisis realizados, en la elevación del dólar entre 1980 y principios del 85. Ello no significa que no existieran otros factores coadyuvantes. Figuran entre ellos: la caída de las exportaciones a Latinoamérica, derivada de la crisis de la deuda externa iniciada en 1982, y la mejora de la productividad agrícola en China, que disminuyó las exportaciones americanas a ese país. Pero estos factores —como destaca Feldstein (1987)— no pueden equipararse a los efectos derivados de la apreciación del dólar.

(4) Debe acentuarse la importancia de las cursivas del texto, ya que es el carácter *estructural* del déficit, y no el déficit coyuntural, el que se asocia con el aumento de los tipos de interés a largo plazo y a ese aumento con el alza del dólar, causante decisivo del desequilibrio exterior. La necesidad de operar con déficit *estructurales* y la evidencia de sus efectos sobre los tipos de interés se expone en el trabajo de J. R. Barth, G. Iden y F. S. Russek: «Do Federal Deficit Really Matter», trabajo publicado en *Contemporary Policy Issues*, volumen III (1984-85). En el mismo sentido, acentuar la importancia de las variables estructurales al analizar sus efectos sobre los tipos de interés, se halla el trabajo de F. D. Leeuw y T. M. Holloway: «The Measurement Significance of the Cyclically Adjusted Federal Budget and Debt», J.M.C.B., Vol. 17, 1985, en el que se demuestra la correlación existente entre las variaciones de la deuda pública federal corregida de las influencias coyunturales y los tipos de interés.

Un buen resumen de la controversia suscitada por estos efectos del déficit es el que se contiene en el *Informe de la OCDE sobre Estados Unidos* (1985), págs. 58 y ss.

(5) Ese crecimiento más intenso de la economía americana tuvo, como se indica en el texto, una causa importante en las medidas fiscales, que contribuyeron, con otras variables, a elevar el rendimiento interno de las empresas americanas, reduciendo el tipo marginal de imposición sobre las inversiones nuevas (en especial, las realizadas en viviendas). Por otra parte, la política fiscal permite en Estados Unidos la deducción de los intereses ligados a gastos de consumo, lo que no sucede en los principales países europeos, comportamiento que alentó los gastos de consumo y la recuperación más intensa de la economía americana respecto de las principales de Europa. De esta manera, las empresas norteamericanas pudieron pagar los intereses más elevados a los que empujaba su demanda y —como fuerza fundamental— los déficit estructurales a largo plazo del Presupuesto.

La reforma fiscal de 1986 ha variado esa situación favorable de las inversiones, al aumentar los tipos marginales sobre las nuevas inversiones por el juego combinado de la eliminación de los gastos fiscales con los menores tipos de gravamen. Estos puntos se desarrollan detenidamente en los análisis presentados por la OCDE en sus estudios sobre Estados Unidos (1985-1986).

(6) Debe destacarse la importancia de la asimetría de la coyuntura europea y americana como causa de los desequilibrios del comercio internacional y del déficit del comercio de Estados Unidos. Esa asimetría de las situaciones coyunturales —americana y europea— limita los efectos de un crecimiento de la demanda exterior sobre los Estados Unidos, todo lo cual hace que la corrección del déficit americano precise de un ajuste *adicional* del dólar además del relanzamiento de la demanda en los países europeos y en Japón.

(7) Todas las cifras consignadas en el texto son las ofrecidas por la OCDE en su último *Informe sobre Estados Unidos* (1986).

(8) El cambio en la vida financiera que esos hechos consignados en el texto han producido ha sido tan intenso que bien puede afirmarse que su fisonomía tiene poco que ver con la de años anteriores, y tan cercanos, como los años 70. El mundo financiero ha abandonado así las intervenciones cautelares, que —implantadas en los años de la depresión— han llegado hasta

la década de los 70. Las fuerzas claves de ese cambio han sido la desregulación (o liberalización) y la innovación financiera. Este cambio se relata con detalle y brillantez en el excelente discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas del profesor Sánchez Asiain: «Reflexiones sobre la Banca, los nuevos espacios del negocio bancario» (1987). Estos dos últimos factores (desregulación, innovación) han sido responsables de la fortísima expansión financiera registrada en los años 80, cuyos movimientos se han despegado en gran parte de los de la economía real. Todo ello ha planteado dos problemas graves, que la crisis bursátil ha revelado: la discutible eficacia de las corrientes financieras en la administración de los recursos y el aumento de la fragilidad del sistema financiero, que ha incurrido en riesgos para los que no se ha dispuesto de un sistema de supervisión eficiente.

(9) En su reciente intervención en el 40º aniversario del GATT, Paul Volcker ha afirmado que resulta urgente aprender la lección que nos enseña el colapso de los mercados de valores, y esa lección es la de actuar en los escenarios que se indican en el texto: «Si no se realiza una concertación internacional para reducir los desequilibrios del comercio exterior, la alternativa será la brusca y destructiva reacción de los mercados, que aumentará los riesgos de recesión o de inflación, minando las oportunidades de negociaciones comerciales constructivas... Un esfuerzo de ajuste es la respuesta precisa, lo que supone la adopción de una disciplina convincente y perseverantemente perseguida sobre el déficit público de Estados Unidos y un estímulo interno sobre las economías con elevado superávit. La salud y la vitalidad de un comercio libre dependen, asimismo, de la fijación de un tipo de cambio realista basado sobre los equilibrios de la economía interna, de los que es consecuencia. Si estos problemas del desequilibrio interno e internacional no se tratan con fortuna, el mundo correrá el riesgo de incumplir los criterios de liberalización del comercio aprobados por el GATT y de regresar a un empobrecedor bilateralismo».

(10) Resulta difícil evaluar las consecuencias de la baja de las bolsas de valores y del dólar. Su signo, sin embargo, está claro, pues tanto el consumo (sobre todo en Estados Unidos, más dependiente de las carteras de valores) como las expectativas de inversión se verán afectados negativamente. En Europa estos efectos se registrarán a partir de su transmisión por Estados Unidos y por la caída del dólar en

el mercado de cambios. Toda previsión sobre las tasas de crecimiento de la economía a partir de los movimientos de esas variables es aventurada. La OCDE la ha concretado a finales de 1987 en casi medio punto del PIB para el año 1988 y en medio punto más en 1989, pero no se descarta que la frágil situación actual dé lugar a nuevas caídas en la actividad económica, ya que la crisis de los mercados de cambios y valores dista de haberse cerrado.

(11) Los resultados finales de la negociación Congreso-Presidente para la reducción del Presupuesto de 1988 han terminado por producir un déficit real previsto de 155.000 millones de dólares, mayor que el de 148.000 millones de dólares de 1987. Es esa peculiar conclusión la que ha motivado el comentario irónico del *Financial Times*: «¿Cuándo una reducción del déficit público es un aumento del mismo? Respuesta: Cuando la reducción del déficit público es norteamericana».

REFERENCIAS

- ACKLEY, G. (1982): «You can't Balance the Budget by Amendment», *Challenge*, noviembre/diciembre.
- ANDERSON, M. (1985): «The Budget Amendment, Not so Crazy after All», en *New York Times*, 30-VIII.
- BARTH, J. M.; G. R. IDEM y F. S. RUSSEK (1987): «Las consecuencias económicas de los déficit federales: un examen de la problemática sobre la riqueza neta e inestabilidad». Lectura para el Seminario sobre «La Nueva Era de la Deuda Pública» en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander, julio.
- BARRO, R. (1974): «Are Government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, noviembre, 82.
- (1987): «Budget Deficit, only a minor crisis», *Wall Street Journal*.
- BEEMAN, B. W. J.; J. S. S. DREYER y P. N. VAN DE WATER (1985) «Dimensions of the Deficit Problem», en P. Cagan: *The Economy in Deficit* (Essays in Contemporary Economic Problems, 1985) Washington, D.C., Londres.
- BENNET, J. T., y TH. J. DILORENZO (1983): *Underground Government: The Off-Budget Public Sector*, Cato Institute, Washington.
- BLANCHARD, O., (1985): «Debts, deficits and finite horizons» *Journal of Political Economy*, 93, abril.
- (1987): «Reaganomics», *Economic Policy*, octubre.
- BLANCHARD, O., y L. SUMMERS (1985): «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- BLANCHARD, O. y R. DORNBUSCH (1986): «U.S. deficits, the dollar and Europe», en O. Blanchard, R. Dornbusch y R. Layard (ed.): *Restoring Europe's prosperity*, MIT Press, Cambridge.
- BLINDER, A. (1984): «Reaganomics and growth: the message in the models», en C. Hulten e I. Sawhill (eds.): *The Legacy of Reaganomics*, Urban Institute, New York.
- BLINDER, A. S., y HOLTZ-EAKIN, D. (1984): «Public opinion and the Balanced Budget», *American Economic Review*, mayo.
- (1987): «Deficit, Deuda pública tipos de interés y ahorro privado: Perspectivas y reflexiones sobre análisis recientes y sobre la experiencia estadounidense». Lectura para el Seminario sobre «La Nueva Era de la Deuda Pública» en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander, julio.
- BOSWORTH, B. (1985): «Taxes and the Investment Recovery», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- BRANSON, W. (1985): «Causes of appreciation and volatility of the dollar», *NBER Working Paper*, 1777.
- BRANSON, W. H.; A. FRAGA, y R. W. JOHNSON (1986): «Expected Fiscal Policy and the recession of 1982», en M. H. Peston y R. E. Quandt (eds.): *Prices, Competition and Equilibrium*, Barnes and Noble, New York.
- BUCHANAN, J. M. (1967), *La Hacienda Pública en un proceso democrático*, versión castellana de J. R. Alvarez Rendueles y M. Ollero Izard, Aguilar, Madrid.
- y G. TULLOCK (1979), *El cálculo del consenso*, versión castellana de J. Salinas, Ed. Espasa-Calpe, Madrid.
- CARRON, A. S. (1981): «Fiscal Activities Outside the Budget», en *Setting National Priorities The 1982 Budget*, J. Pedman (ed.), Brookings Institution, Washington.
- CHIRINKO, R. S. y EISNER, R. (1983): «Tax policy and investment in major US macroeconomic economic models». *Journal of Public Economics*, 20.
- DORNBUSCH, R. (1976): «Expectations and Exchange rate dynamics», *Journal of Political Economy*, diciembre.
- (1983): «Comment on floating Exchange rates after ten years», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- (1986a): «Dollars, Debts and Deficits», MIT Press, Cambridge.
- (1986b): Comentario al trabajo de Feldstein «The Budget Deficit and the dollar», en NBER «Macroeconomic Annual. 1986», Ed. MIT Cambridge.
- (1987): «The Case against Protectionist policies», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- DUESENBERY, J. S. (1985): «Focus on Spending would redeem Gramm-Rudman», en *The Wall Street Journal*, 21-X.
- EISNER, R. (1984): «Wich Budget Deficit? Some Issues of Measurement and their Implications», *American Economic Review*, mayo.
- EVANS, P. (1985): «Do large deficits produce high interest rates?», *American Economic Review*, 75, marzo.
- (1986): «Is the Dollar high because of large budget deficits?», *Journal of Monetary Economics*. Washington D.C.
- EXECUTIVE OFFICE OF THE PRESIDENT. OFFICE OF MANAGEMENT & BUDGET: (1981): *Fiscal Year 1981 Budget Revisions*, Washington D.C.
- FELDSTEIN, M. (1980): «A contribution to the theory of tax expenditures: The case of charitable giving», en H. Aaron y M. Boskins, (eds.): *The Economics of Taxation*, The Brookings Institution.
- (1982): «Inflation, Tax rules and investment: Some econometric evidence». (The 1980 Fisher-Schultz Lecture of the Econometric Society), *Econometrica*, 50(4).
- (1983): «Why the Dollar is strong» en *Foreign Exchange Value of the Dollar*, Hearings before the Committee on Banking, Finance and monetary Policy, House of Representatives, octubre 1985 (reimpreso en *Challenge Magazine*, 1984).
- (1985): «American Economic Policy and the World Economy», *Foreign Affairs*, 63, Verano. Versión castellana en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA», n.º 24.
- (1986a): «U.S. Budget deficits and the European economies: Resolving the Political Eco-

nomie Puzzle», *American Economic Review*, 76, mayo.

— (1986b): «The Budget Deficit and the dollar», *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge.

— (1986c): «New Evidence on the Effects on Exchange Rate Intervention». National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, número 2052.

— (1987): «Correcting the Trade Deficit», *Foreign Affairs*, primavera.

FELDSTEIN, M., y L. SUMMERS (1978): «Inflation, tax rules and the long-term interest rate», *Brookings Papers in Economic Activity*, 1 (enero).

FMI (1986): *World Economic Outlook*. Washington.

FOLKERS, C. (1986): «Das Dilemma des Defizits», *Finanzarchiv*, B.44.H.3.

FRENKEL, J. (1979): «On the mark: A theory of floating exchange rates based on real interest differentials», *American Economic Review*, 69, septiembre.

— (1982): «A test of perfect substitutability in the foreign exchange market», *Southern Economic Journal*, 49, octubre.

FRENKEL, J. y A. RAZIN (1984): «The international transmission of fiscal error and budget deficits in the world economy», *NBER Working Paper*, 1527.

— (1986a): «The international transmission and effects of fiscal policies», *NBER Working Paper*, 1799.

— (1986b): «Fiscal Policies in the world economy», *Journal of Political Economy*.

FUENTES QUINTANA, E. (1985): «Hacienda Pública y Déficit», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 24.

— (1987): *Hacienda Pública*, Vol. I. Ed. G.º Blanco. Madrid.

FULLERTON, D. (1982): «On the possibility of an inverse relationship between tax rates and government revenue», *Journal of Public Economics*, 19.

HERBER, B. P. (1985): «United States Fiscal Policy during 1985: Structural Deficits, Tax Reform and Federalism in Transition», en *Finanzarchiv*, N. F. Bd. 43.

HULTEN, C. y O'NEILL, J. (1982): «Tax Policy», en J. L. Palmer Klyh e I. Sawhill (eds.): *The Reagan Experiment*, Urban Institute, New York.

KENYON, D. A., y K. M. BANKER (1976): *Limitations on State Deficits*. The Council of State Governments, Lexington, Kentucky, abril.

KNIGHT, MALCOLM y MASSON, P. R. (1985): «Fiscal Policies, Net Savings and Real Exchange Rates: The United States, Japan and the Federal Republic of Germany», documento presentado a la conferencia del NBER sobre «International Aspects of Fiscal Policies», diciembre.

KRUGMAN, P. (1985): «Is the strong dollar sustainable?», *NBER Working Paper*, 1644.

McKINNON, R. (1984): An international standard for monetary stabilization», *Policy Analyses in International Economics*, n.º 8. Institute for International Economics.

MARRIS, S. (1985): *Deficits and the Dollar. The World Economy at Risk*, Ed. IIE. Washington.

— (1987): «The deficits and the dollar», *Herald Tribune*, 24.X.

MEESE, R. y K. ROGOFF (1985): «Was it real? The exchange rate-interest differential relation, 1973-1984», *NBER Working Paper*, 1732.

MUSGRAVE, R. A. (1981), «Leviathan Cometh or does not?», publicado en *Tax Expenditure limitations*, ed. H.F. LADD y N. TIDEMAN, Urban Institute Press, Washington.

NISKANEN, W. A. (1971), *Bureaucracy*. Aldine, Chicago.

OCDE (1985): «Etats-Unis». Paris.

— (1986): «Etats Unis». Paris.

OLSON, M. (1980): «Is the Balanced Budget Amendment another form of prohibition?» en W. S. Moore y R. G. Penner (eds.): *The Constitution and the Budget*. American Enterprise Institute, Washington.

PECHMAN, J. R. (1981): *Setting National Priorities. The 1981 Budget*.

PLOSSER, C. (1982): «Government financing decisions and asset returns», *Journal of Monetary Economics*, 9, mayo.

PRICE, R. W. R. y P. MULLER (1984): «Structural Budget indicators and the interpretation of fiscal policy stance in OCDE economies», en *OCDE Economic Studies*, 3, otoño.

ROBERTS, P. C. (1987): «Europe's dangerous obsession», *Financial Times*, 11-XI.

SACHS, J. (1985): «The Dollar and the policy mix: 1985», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.

SACHS, J., y C. WYFLOSZ (1984): «Real exchange rate effects of fiscal policy», *NBER Working Paper*, 1255.

SAMUELSON, P. A. (1985): «Una evaluación de la "Reaganomics"», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 24.

SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (1987): «Reflexiones sobre la Banca», Discurso de recepción en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

SCHULTZE, CH. L. (1980): «Politics and Economics of a Balanced Budget Amendment», en W. W. Moore y R. G. Penner (eds.): *The Constitution and the Budget*, American Enterprise Institute, Washington.

SCHICK, S. S. (1980): *Congress and Money*, Washington, D. C.

SHEPSON, K. A. (1982): «The Budget will a Constitutional Amendment Help?», *Challenge*, julio-agosto.

STOCKMAN, D. (1986): *The triumph of politics*, Harper & Row, Nueva York.

STUBBELEBINE, W. C. (1980): «Balancing the Budget versus limiting spending», en W. S. Moore y R. G. Penner (eds.) *The Constitution and the Budget*, American Enterprise Institute, Washington.

SUITS, D. B. y FISHER, R. C. (1985): «A balanced budget constitutional amendment: economic complexities and uncertainties», *National Tax Journal*, vol. 38, n.º 4.

SUMMERS, L. (1986): «Why is the unemployment rate so very high near full employment?», *Brookings Papers on Economic Activity*.

U. S. COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (1981): *Economic Report of the President*, Washington.

— (1985): *Economic Report of the President*, Washington.

WAGNER, R. E.; R. D. TOLLISON; A. RABUSHKA, y J. T. NOONAN (1986): *Balanced Budgets, Fiscal Responsibility and the Constitution*, Cato Institute, Washington.

WEICHER, J. (1986): «The Reagan domestic budget cuts: proposals, outcomes and effects», en P. CAGAN (ed.), *The impact of the Reagan program*, American Enterprise Institute, Washington.

WILDAVSKY, A. (1979): *The politics of the budgetary process*, Little Brown & Co., Boston.

— (1980): *How to limit Government spending*, University of California Press, Berkeley.