

Incertidumbre financiera y desequilibrios económicos

por el Académico de Número

Excmo. Sr. D. LUIS ANGEL ROJO DUQUE (*)

Desde la caída de las Bolsas el 19 de octubre pasado, el mundo asiste al espectáculo inquietante de unos mercados bursátiles, obviamente relacionados entre sí, que, a lo largo de las veinticuatro horas del día —desde nuestra perspectiva, por la mañana, en Europa; por la tarde, en Estados Unidos; por la noche, en Tokio, Singapur y Hong-Kong— registran fuertes movimientos de precios en conexión con los observados en los mercados de cambios; movimientos de precios que expresan graves incertidumbres y que responden con nerviosismo a declaraciones de políticos, a informaciones sobre el probable resultado de negociaciones en curso y a la publicación de determinados datos estadísticos que aparecen revestidos de una relevancia inusitada.

Para algunos, esta situación es el resultado, previsible e inevitable, del anterior auge especulativo de los mercados de valores, y en general, de una expansión excesiva del ámbito financiero que, prolongada durante varios años, había de terminar en un ajuste brusco, intenso y doloroso; para otros, es el reflejo de los problemas que padece la economía real que subyace a esa estructura financiera. Domina, en todo caso, el temor de que la crisis financiera, aún en su dimensión actual, puede afectar negativamente a una economía real que no se caracterizaba por su dinamismo; y de que la crisis financiera se acentúe y aseste un golpe aún más duro a la economía mundial.

Es inevitable que los temores actuales sobre la crisis bursátil, sus perspectivas y su posible incidencia sobre la economía mundial aparezcan ligados a la memoria del colapso bursátil de 1929 que puso fin a la expansión económica iniciada hacia 1924 y que inició el rápido proceso conducente a la gran depre-

(*) Sesión del día 24 de noviembre de 1987.

sión de los años treinta. Esta depresión fue unida a una profunda crisis financiera internacional. Cualesquiera que fueran las debilidades del auge económico de los años veinte y su grado de agotamiento al producirse el hundimiento de Wall Street en 1929, la amplitud y la profundidad de la depresión de los años treinta tienen como causa principal la crisis financiera de los Estados Unidos y su transmisión al resto del mundo hasta hacer saltar en pedazos el sistema monetario y financiero internacional.

El auge de la economía mundial entre 1924 y 1929 había tenido su centro en Estados Unidos, donde había estado basado en la expansión del motor de explosión y en la introducción de los aparatos electrodomésticos —ambas apoyadas en la generalización de las ventas a plazos—; y, también, aunque con menor fuerza y duración, en el desarrollo de la construcción de viviendas, apoyado en el mercado hipotecario. En conjunto, las familias americanas estaban considerablemente endeudadas en 1929.

El auge americano había sido acompañado de un clima general de expansión en el mundo; pero este clima se había visto afectado, sin embargo, por debilidades importantes:

1.º La debilidad resultante de la sobreproducción de numerosos productos primarios —agrícolas y mineros— a consecuencia de la expansión de sus producciones durante la guerra y en los años siguientes. Como resultado de ello, los precios internacionales de estos productos mostraron una tónica descendente que se acentuó a partir de 1925 y que dañó gravemente a los productores. Los agricultores norteamericanos hubieron de endeudarse fuertemente con sus bancos —generalmente, bancos de pequeña dimensión—; y los países atrasados, exportadores de productos primarios, sólo pudieron mantener su desarrollo, en la segunda parte de la década, endeudándose fuertemente, es decir, recibiendo capitales procedentes de Estados Unidos y, en menor medida, de Inglaterra que les permitieran financiar los déficit de sus balanzas de pagos por cuenta corriente.

2.º El segundo punto débil estuvo situado en los países centroeuropeos, afectados por el desmembramiento del Imperio Austro-Húngaro, al finalizar la Primera Guerra Mundial, y, en el caso de Alemania, por las pérdidas territoriales y económicas y por las pesadas reparaciones de guerra impuestas por el Tratado de Paz. Estos países sólo iniciaron una fase de recuperación tras el Plan Dawes, de 1924, y su posterior expansión hubo de apoyarse también, especialmente en el caso alemán, en capital procedente de Estados Unidos.

3.º La tercera debilidad era consecuencia de las condiciones del restablecimiento de la estabilidad de los cambios en Europa. Gran Bretaña, que estaba atravesando un difícil período de crisis estructural en sus industrias básicas de exportación desde el fin de la guerra, restableció el patrón oro, en 1925, a la vieja paridad que, ahora, sobrevaluaba la libra. En consecuencia, Gran Bretaña apenas pudo participar del clima de expansión en la segunda parte de la década: hubo de mantener altos sus tipos de interés y endeudarse a corto plazo para defender la paridad con unas reservas exteriores débiles. Francia, por

el contrario, estabilizó su moneda, en 1926, a una paridad que infravaloraba el franco, atraía oro y permitía a Francia ejercer una presión económica sobre Gran Bretaña y una presión política sobre los países centroeuropeos. En definitiva, el patrón oro estaba afectado, en Europa, por factores de fragilidad.

Adviértase que la expansión mundial no sólo tenía su centro en la demanda de bienes y servicios de Estados Unidos, sino que dependía también de las exportaciones americanas de capital al resto del mundo, que ocultaban las debilidades del sistema e impedían que se expresasen abiertamente los elementos de precariedad con que estaba funcionando el sistema monetario internacional. De modo que cuando se produjo la crisis financiera en Estados Unidos, los capitales americanos se retiraron y creció la desconfianza financiera, aquellos elementos de debilidad se vieron violentamente activados.

El colapso bursátil de Nueva York, en 1929, fue sólo el punto de partida de la crisis financiera americana. El auge económico de los años anteriores había ido acompañado de una expansión del mercado de valores y de una subida de las cotizaciones que hoy, después de las experiencias recientes, no nos parece desbocada: en su momento más alto —septiembre de 1929—, el índice había alcanzado la cota 210 para una base 100 en 1926. Los contemporáneos contemplaron, sin embargo, aquella subida de las cotizaciones como experiencia enloquecida y las autoridades trataron de frenarla con subidas del tipo de interés que se transmitieron al resto del mundo.

El peligro estaba en el precario mecanismo de crédito que sustentaba el auge bursátil y en la presión que ese auge ejercía sobre el crédito en Estados Unidos y en el resto del mundo. La especulación se basaba en créditos concedidos por los *brokers*, quienes, por su parte, se financiaban en el mercado monetario y en los bancos; y acabó atrayendo fondos procedentes de otras entidades financieras americanas, fondos americanos que estaban colocados en otros países y, en fin, capitales extranjeros. Así, el auge bursátil de Estados Unidos acabó ejerciendo presión sobre los países centroeuropeos y sobre numerosos países exportadores de productos primarios, quienes, a su vez, hubieron de buscar fuentes alternativas de financiación a corto plazo y echar mano de sus reservas exteriores mantenidas en Londres —para angustia de las autoridades británicas—.

No es de extrañar, por ello, que cuando la bolsa neoyorkina se desplomó, por fin, en octubre de 1929, la caída fuera contemplada, inicialmente, con algún alivio por las autoridades americanas y con mal disimulada satisfacción por las autoridades de otros muchos países. Por fin —se pensaba— iban a moderarse las tensiones; y los tipos de interés cayeron, en efecto, notablemente, en todas partes en los últimos meses del año.

Pero ese alivio inicial resultó carente de fundamento. El auge de la economía real había comenzado a ceder en el verano de 1929; pero el colapso bursátil del otoño trajo consigo un cambio brusco y depresivo en las expectativas. La caída de la bolsa impuso fuertes pérdidas a los inversores individuales, frecuentemente endeudados, que cortaron sus gastos; las empresas, ante una situación financiera difícil, buscaron una mejora de su liquidez mediante la re-

ducción de existencias y el corte de sus inversiones productivas; y la búsqueda de liquidez llevo también a un descenso de los precios de las viviendas, en perjuicio del sector de la construcción.

La presión sobre los intermediarios financieros fue, por lo demás, inmediata. La caída de la bolsa les impuso fuertes pérdidas como consecuencia de sus inversiones directas en títulos y de la imposibilidad de recuperar créditos concedidos a *brokers* e inversores individuales; y, en los meses siguientes, iban a encontrar crecientemente difícil recuperar sus créditos a familias y empresas. La estructura bancaria americana, caracterizada por la proliferación de bancos pequeños, mal gestionados, mal supervisados por las autoridades, tecnológicamente anticuados, enfrentados, en muchos casos, con las malas condiciones del mundo agrícola; la estructura bancaria americana estaba sometida a un proceso importante de selección. Entre 1921 y 1928 habían quebrado ya unos 5.000 bancos en Estados Unidos; pero el proceso se aceleró en 1929. Entre 1929 y 1930 quebraron 2.000 bancos y, en diciembre de 1930, quebró el Banco de los Estados Unidos, de Nueva York, un banco grande que representaba la quiebra bancaria de mayor dimensión conocida hasta entonces.

La quiebra de este banco transformó la desconfianza en pánico y abrió una crisis bancaria de formidables proporciones, una huída del público desde depósitos bancarios a dinero legal que si, por una parte, redujo el número de bancos americanos desde 25.000, en abril de 1929, a 15.000 al final de la crisis, llevando el sistema al borde del colapso total, por otra parte generó una contracción deflacionista de consecuencias catastróficas para la actividad económica real. Y todo ello ante una pasividad básica de las autoridades monetarias, quienes apenas hicieron nada por conjurar la pérdida de confianza y el «run» bancario con inyecciones de liquidez proporcionadas a través del redescuento o de operaciones de mercado abierto.

La contracción, así agravada, se extendió desde Estados Unidos al resto del mundo en un implacable «efecto dominó».

La caída de la actividad económica y de las importaciones americanas, desde el otoño de 1929, afectó negativamente a las exportaciones de los demás países industriales y de los países exportadores de productos primarios. Los países endeudados se enfrentaron, además, con una retirada de la financiación exterior que les llevó a adoptar políticas deflacionistas, a retirar reservas de Londres y, en definitiva, a transmitir e intensificar la contracción de la actividad y el comercio mundiales —proceso que se vería acentuado, en 1930, con la aprobación, en Estados Unidos, de la Ley Smoot-Hawley, fuertemente proteccionista, y con las represalias que suscitó en el resto del mundo—. Y, desde principios de 1931, la desconfianza y la crisis bancaria de Estados Unidos iban a suscitar repercusiones en cadena en los demás países.

Estas repercusiones se iniciaron en mayo de 1931, con la presión sobre el sistema bancario austríaco, cuyas condiciones reflejaban la situación de una economía gravemente dañada por el desmembramiento del imperio, y más concretamente, con la presión sobre el Kredit-Anstalt, el primer banco austríaco, que era víctima, además, de sus malas inversiones en otros países centroeuro-

ropeos y balcánicos. El problema sólo se resolvió, tarde y mal, con una operación exterior de rescate y con una moratoria sobre los pasivos exteriores del banco que aumentó el nerviosismo de los acreedores de otros países centroeuropeos. La presión se trasladó, por tanto, a Checoslovaquia, Hungría y sobre todo, Alemania, cuya situación política hacía especialmente sensibles a los acreedores. La tensión se superó con ayudas públicas, interiores y exteriores y, de nuevo, con una moratoria que bloqueó los créditos sobre Alemania de bancos de otros países. Estos bancos procedieron, a su vez, a retirar sus saldos en esterlinas, mantenidos en Londres, y la tensión se transmitió así a Gran Bretaña, la cual, a pesar de las ayudas recibidas de Estados Unidos y Francia, no pudo hacer frente a las retiradas de oro y acabó abandonando su paridad y el patrón oro en septiembre de 1931, seguida de otros 25 países.

Estas crisis financieras sucesivas, con sus impactos, repercusiones y reenvíos fueron otorgando nuevos impulsos al proceso de deflación, de hundimiento de las inversiones reales y de contracción del comercio mundial en un clima de proteccionismo y restricciones cambiarias crecientes y en ausencia de dirección y de cooperación internacionales.

No me interesa seguir, ahora, la evolución de la gran depresión de los años treinta. Sólo he querido señalar la importancia decisiva que, en su desarrollo e intensificación, tuvieron los factores financieros. Y sólo he querido destacar algunos rasgos que han servido a los comentaristas, en las últimas semanas, para apuntar, en unos casos, puntos de coincidencia y, en otros, diferencias básicas entre la situación inicial de 1929 y la situación actual.

Algunos puntos de coincidencia son claros: las exageraciones del auge bursátil anterior y la brusquedad del ajuste subsiguiente; las dificultades económicas de numerosos países en vías de desarrollo; la dependencia de la financiación exterior de importantes países industriales —países europeos, entonces; Estados Unidos, hoy—; el fuerte endeudamiento de las familias y de algunos sectores productivos americanos; las amenazas proteccionistas; la falta de una dirección internacional, etc. Todos estos son puntos de coincidencia que, convenientemente articulados, podrían actuar, sin duda, como factores intensificadores de una recesión mundial a partir de la crisis bursátil.

Pero también se han señalado diferencias básicas que reducen, hoy, las probabilidades de una contracción grave. Entre ellas están el mejor grado de salud de las economías reales de los grandes países industriales —aunque bastantes, entre ellos, vengán mostrando tasas modestas de crecimiento—; la existencia, a falta de un verdadero liderazgo internacional, de foros de discusión económica y de instituciones internacionales capaces de potenciar algún grado de cooperación entre las naciones; la ausencia del rígido corsé del patrón oro y la importancia mucho mayor que hoy reviste el sector público en todas las economías.

Las diferencias aducidas como más importantes se refieren, sin embargo, a la mayor estabilidad actual de los sistemas financieros nacionales —especialmente, en el ámbito bancario— como resultado, por una parte, de las normas y actitudes reguladoras y, por otra, del mejor entendimiento del papel de los

bancos centrales como fuentes últimas de liquidez del sistema —normas, actitudes y concepciones nacidas, precisamente, de la experiencia dramática de los años treinta—.

La reflexión sobre aquella experiencia ha llevado, en efecto, de modo general:

- A la introducción de sistemas, públicos o semipúblicos, de seguro de depósitos, que han tendido a ser interpretados de un modo amplio por las autoridades y que alejan el fantasma de los *runs* bancarios y de sus consecuencias catastróficas para la actividad económica.
- A la aplicación de normas y criterios de supervisión a los intermediarios financieros —especialmente, a las entidades de depósito— mucho más estrictas que en el pasado, como consecuencia lógica de la asunción por el sector público y, en definitiva, por los contribuyentes de una parte de los riesgos de insolvencia bancaria, a través de los sistemas de seguro de depósito.
- A la aceptación por los bancos centrales de que, en momentos de tensión financiera, de ellos depende la estabilidad del sistema bancario y a ellos corresponde proporcionarle la liquidez necesaria en tales situaciones.

A ello habría que añadir los remedios fiscales y monetarios de corte keynesiano que, cualesquiera que sean sus limitaciones como métodos de regulación continua de una economía, han de desempeñar, sin duda, un papel importante ante crisis profundas y generalizadas, cuando el aumento de los grados de incertidumbre impiden un adecuado funcionamiento de los mecanismos del mercado.

Todo lo anterior tiende a alejar, sin duda, el fantasma de una gran contracción económica mundial en el mundo de hoy. Sin embargo, quiero aproximarme a la interpretación de la situación actual destacando algunos puntos que me parecen importantes:

1.º Que las dificultades registradas por los grandes sistemas financieros tienden a transmitirse con rapidez a través de las fronteras, especialmente en un sistema tan integrado como el actual, y que esas dificultades acaban afectando negativamente a la actividad económica real.

2.º Que las transformaciones e innovaciones financieras de los últimos años han llevado a sistemas más competitivos, complejos e integrados, pero también a sistemas con importantes elementos de vulnerabilidad a pesar de los cambios registrados en normas y actitudes desde los años treinta.

3.º Que la fragilidad de esos sistemas viene siendo alimentada, desde hace varios años, por los desequilibrios de la economía real y por la ausencia de una coordinación efectiva de los grandes países industriales para corregirlos.

La situación actual de crisis en los mercados financieros y de incertidumbre respecto a la evolución de la economía real en el próximo futuro es el re-

sultado de una conjunción de fenómenos que cabe sintetizar en los siguientes puntos:

Durante los últimos años el mundo ha conocido, en efecto, un formidable desarrollo de su superestructura financiera que ha conducido, en buena medida, a un sistema globalizado que mantiene en estrecha conexión los sistemas financieros nacionales.

La aplicación de avances tecnológicos capaces de reducir los costes de las transacciones financieras y de facilitar la administración de posiciones financieras de complejidad creciente y la creación de nuevos instrumentos y mercados; las demandas de nuevos productos financieros en un mundo de tasas de inflación, tipos de interés y tipos de cambio variables e inciertos; las reacciones de las autoridades supervisoras y de los bancos ante el deterioro de partes importantes de las carteras de activos de estos últimos como resultado de la crisis de la deuda exterior y de crisis sectoriales nacionales, y el proceso de desregulación desarrollado por numerosos gobiernos, incluyendo el desmantelamiento total o parcial de los controles de cambios; todo ello ha conducido a un gran desarrollo financiero —favorecido, en los últimos años, por el descenso de los tipos de interés— que se ha expresado en mercados más competitivos y eficientes, pero también en sistemas financieros más vulnerables.

Frente al potente desarrollo del ámbito financiero, la economía «real» mundial ha mantenido una tónica de crecimiento lento e incierto, retardado por la situación de crisis de numerosos países en vías de desarrollo, afectado por el avance del proteccionismo y amenazado por los graves desequilibrios persistentes dentro del grupo de los grandes países industriales.

El contraste entre el fuerte desarrollo de un sistema financiero global, más eficiente pero más vulnerable, y el avance lento, desequilibrado e incierto de la economía real encierra un fuerte potencial de conflicto y graves riesgos para el normal desarrollo de la economía mundial. Por ello, un sistema financiero global necesita de una estrategia también global de política económica que coordine las políticas nacionales para evitar graves desequilibrios entre los países industriales y para corregirlos con prudencia, si existen.

Pero esa política económica coordinada no ha existido. Los grandes países industriales —Estados Unidos, Japón y Alemania—, que son, además, los básicamente implicados en los desequilibrios existentes, no han sido capaces de adoptar una estrategia coordinada para corregirlos sin traumas. Esta es la causa básica de la actual situación de crisis financiera e incertidumbre real.

Aunque no ha existido esa coordinación, se ha querido dar la impresión de que existía —y de que funcionaba—. La reunión del Hotel Plaza, los acuerdos del Louvre, la reunión de Venecia y tantas otras han brindado ocasiones para publicar comunicados tranquilizadores basados en una cooperación proclamada.

Los mercados financieros son escenario, sin duda, de excesos frecuentes y de desviaciones poco justificadas, a veces, del excedente económico; pero, en un sentido básico, no son casinos sino centros de absorción y procesamiento razonable de la información disponible. El camino hacia la crisis financiera

ha sido, ante todo, un proceso de creciente cansancio de los mercados con los comunicados optimistas que iban seguidos de una realidad decepcionante.

En un sentido económico estricto, los mercados han denunciado, con su decepción y su reacción violenta, que la coordinación proclamada estaba mal planteada, porque se refería a unas variables —los tipos de cambio— de movimientos inducidos y no a los mecanismos básicos de las economías que inducen esos movimientos. De un modo más concreto: en una situación de fuertes desequilibrios que habían de incidir sobre el comportamiento de los tipos de cambio, la cooperación se ha planteado como un esfuerzo por estabilizar los tipos de cambio a los niveles aproximadamente existentes sin intentar corregir, de un modo cooperativo, los desequilibrios básicos.

La reacción de los mercados financieros debe interpretarse como la denuncia del tratamiento de los males de la economía mundial por sus síntomas y no por sus causas; como la denuncia, por tanto, de un tratamiento sin perspectivas que no impediría la continuación de la caída del dólar ni la llegada de un choque recesivo a la economía mundial. Los detonantes inmediatos de la crisis —la publicación de las cifras del comercio exterior de Estados Unidos en agosto, mostrando una ausencia de corrección de los déficit; la elevación de los tipos de interés americanos en septiembre, seguidos por un movimiento de los tipos alemanes en el mismo sentido— son sólo los últimos signos que alimentaron la decepción.

El desplome de las bolsas tiene, sin duda, un significado parcial de corrección de exageraciones anteriores; y, en este sentido, su brusquedad tiene poco que ver con la evolución inmediata de la economía real. Pero sus verdaderas raíces están en ésta última, y la crisis debe interpretarse como un último aviso a los políticos para que aborden, de una vez, los problemas que viene arrasando la economía mundial.

La expresión básica de los actuales desequilibrios de la economía mundial es el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente de los Estados Unidos, que alcanzará una cifra del orden de los 160.000 millones de dólares en 1987 (el 3,5% del P.N.B.); sus contrapartidas principales son los excedentes de unos 86.000 millones de dólares en Japón, unos 40.000 millones de dólares en la R. F. de Alemania y unos 45.000 millones de dólares en los nuevos países industriales del Extremo Oriente.

Los factores determinantes del fuerte crecimiento del déficit exterior americano en los años ochenta han sido la intensa apreciación del dólar entre 1980 y los primeros meses de 1985 —un 50 por ciento en términos de cambio medio efectivo— como resultado de la conjunción de una política monetaria restrictiva y una política fiscal expansiva, y desde 1983, las peculiaridades de una expansión mundial que ha llevado la economía de Estados Unidos a una situación de pleno empleo mientras se registraban modestos crecimientos en las demás economías industriales de gran dimensión.

Hay quienes señalan, en Estados Unidos, que el déficit exterior americano puede seguir siendo financiado por el resto del mundo sin problemas y que las estimaciones que fijan la posición financiera neta exterior del país en un

pasivo acumulado cercano a los 400.000 millones de dólares están notoriamente exageradas porque valoran las inversiones directas americanas en el exterior a viejos valores contables. La opinión de los mercados y de la gran mayoría de los expertos coincide, sin embargo, en que el déficit exterior americano no puede sostenerse —es decir, no puede ser normalmente financiado— a los niveles actuales y que ha de reducirse, en consecuencia.

Las dos vías para reducir el déficit exterior son la depreciación del dólar y los ajustes de la absorción de bienes y servicios tanto en Estados Unidos como en los grandes países excedentarios.

La vía de la depreciación del dólar ha seguido con intensidad desde febrero de 1985, aunque procurando sostener un proceso de caída suave del valor de la moneda americana y buscando una estabilización aproximada de los cambios —en los acuerdos del Louvre de febrero pasado— cuando la depreciación del dólar, en su tipo de cambio medio efectivo, alcanzaba un 29 por ciento desde la fecha indicada.

Los hechos han mostrado, sin embargo, con claridad, que ese intento de estabilización era prematuro. En efecto, aunque las corrientes comerciales reales americanas han iniciado una clara reacción, ni el déficit en dólares de la balanza de pagos por cuenta corriente se ha reducido entre 1986 y 1987 ni se han moderado los excedentes japonés y alemán.

Hay numerosos factores que ayudan a explicar este retraso, superior al previsto, en los efectos de la depreciación cambiaria. Entre ellos, el ajuste a la baja en los precios de los competidores extranjeros, que ha neutralizado, al menos parcial y transitoriamente, los efectos de la pérdida de valor del dólar; el seguimiento al dólar, para evitar una apreciación, por parte de las monedas de los nuevos países industriales de Extremo Oriente; el traslado por compañías americanas, en años pasados, de sus unidades productivas a otros países buscando mejores condiciones de costes; la dependencia de importaciones creada por la instalación en Estados Unidos de unidades de producción de compañías extranjeras —principalmente japonesas—; la renovada dependencia, por parte de Estados Unidos, de las importaciones para una proporción rápidamente creciente de su consumo de petróleo y, en fin, la creciente carga de su endeudamiento exterior.

Con todo, el factor explicativo más importante de la falta de reacción de la balanza de pagos por cuenta corriente americana está en las condiciones de la demanda: los Estados Unidos son un país en situación de pleno empleo, cuya demanda interna viene creciendo por encima de su producto potencial —o si se quiere, que está viviendo por encima de sus posibilidades—; mientras que las otras grandes economías industriales muestran crecimientos de su demanda interna inferiores a su producto potencial. En estas condiciones, el trasvase de recursos hacia las exportaciones y la sustitución de importaciones inducidas por la depreciación del dólar han de encontrarse con fuertes limitaciones.

De acuerdo con la opinión dominante en Japón y en Europa, el gran determinante del desequilibrio exterior americano es, en efecto, el excesivo volumen de absorción de bienes y servicios de Estados Unidos; y la corrección del dese-

equilibrio ha de partir, por tanto, de una reducción del déficit fiscal federal, que alcanzó el 5 por ciento del PNB en 1986 y que será el 3,7 por ciento del PNB en 1987. El movimiento básico para la corrección del desequilibrio internacional correspondería así, según esta opinión, a los Estados Unidos.

Algunos economistas americanos creen, sin embargo, que la opinión precedente constituye una auténtica «obsesión con el déficit» cuyo error viene inspirando las actitudes de política económica que verdaderamente han conducido a la situación actual. Según estos autores, el déficit americano no es tan importante ni superior al registrado por otros países industriales —especialmente, si se toma el déficit público total, que engloba el federal y el de los Estados y que apenas supera un 2 por ciento del PNB—. Además, añaden, el déficit federal se ha reducido casi en un tercio —unos 73.000 millones de dólares— entre los años fiscales de 1986 y 1987.

Pero estas interpretaciones son erróneas y engañosas. En primer lugar, el significado de un déficit público depende de la situación de la economía; y el problema americano consiste en que su absorción de bienes y servicios excede de su capacidad de producción —situación opuesta a la registrada en los demás países industriales de gran dimensión—. En estas condiciones, sólo la reducción de la absorción de bienes y servicios —iniciada con la reducción del déficit público— puede conducir a una mejora del sector exterior; si no se da esa condición, la depreciación del dólar no conseguirá trasvasar recursos hacia el sector exterior y tendrá efectos inflacionistas importantes. En segundo lugar, la mejora del déficit público registrado en el año fiscal de 1987 fue el resultado de un conjunto de circunstancias —algunas, imprevistas; otras, actuantes de una sola vez (impuestos sobre ganancias de capital, primeros efectos de la reforma fiscal, etc.)— que no continuarán actuando con eficacia persistente y fiable; de modo que la mayoría de los observadores temen que, con la simple aplicación de la norma Gramm-Rudman-Holling modificada (es decir, debilitada), el futuro presencie nuevos aumentos del déficit público —desde 148.000 millones de dólares en el Año Fiscal de 1987 hasta 180.000 millones en 1988 y hasta 200.000 millones en 1989—.

En resumen: la reducción del déficit exterior americano pasa por un descenso del nivel de absorción de bienes y servicios de Estados Unidos, y ésto requiere una actuación sobre el déficit federal. Si no desciende este último, la reducción de la absorción habrá de venir a través de un descenso de la inversión mediante elevaciones de los tipos de interés americanos encaminadas a contener la caída libre del dólar, tratando de ofrecer rentabilidades más atractivas a los inversores extranjeros y de combatir los efectos inflacionarios derivados de la depreciación cambiaria (y de presiones observadas en el comportamiento de los salarios tras muchos años de tranquilidad).

Los mercados financieros piensan que la falta de actuación sobre el déficit público y la elevación de los tipos de interés americanos para frenar el descenso del dólar conducirán a una recesión y que no es seguro que contengan la caída de la moneda americana —especialmente, si las políticas monetarias de los países excedentarios no colaboran bajando sus propios tipos de interés—.

Por ello, tras varios meses de subida de los tipos de interés a largo plazo americanos (desde el pasado abril), tras la subida del tipo de descuento por la Reserva Federal (en septiembre) y tras la comprobación de que los tipos de interés de los países excedentarios seguían un comportamiento paralelo, (y no, como cabía esperar y desear, en sentido contrario) los mercados financieros se ajustaron con brusquedad a la baja. Puesto que las autoridades americanas han procedido, inmediatamente después de la crisis bursátil, a bajar sus tipos de interés, el dólar ha continuado su caída y los mercados piensan que sólo quedan dos vías para iniciar una corrección de los desequilibrios y evitar una grave recesión: el corte del déficit federal americano mediante algún acuerdo eficaz entre el Ejecutivo y el Congreso y la cooperación de Japón y Alemania con tipos de interés más bajos y políticas fiscales más expansivas.

Esto último lleva al otro aspecto del desequilibrio exterior y del ajuste de la economía americana por la vía de los efectos de renta y absorción: el de la colaboración de los países excedentarios mediante políticas económicas más expansivas. Este es el único punto en el que tienen razón los economistas americanos que denuncian la «obsesión con el déficit americano» de Europa y Japón.

En efecto, el déficit exterior americano es resultado, como hemos visto, no sólo de un exceso de absorción de bienes y servicios en Estados Unidos sino también de una insuficiente absorción de bienes y servicios por parte de los demás países industriales de gran dimensión, y especialmente de los fuertemente excedentarios. Estos países están creciendo por debajo de sus posibilidades: su inflación es muy baja, sus expectativas salariales son buenas, su sector exterior presenta superávit apenas manejables, sus déficit públicos son muy modestos; y, sin embargo, sus tipos de interés reales son elevados, sus políticas fiscales continúan manteniendo (según el F.M.I.) sesgos netos contractivos, y sus demandas internas avanzan con una moderación que ni siquiera les ha permitido compensar el ligero efecto real negativo ocasionado por los ajustes cambiarios sobre su saldo exterior neto. El estímulo de esas demandas internas facilitaría el ajuste americano y limitaría los efectos contractivos resultantes del mismo.

Cabe preguntarse por las causas de la resistencia de estas economías —básicamente, la R. F. de Alemania y Japón— a cooperar a la corrección de los desequilibrios internacionales mediante la aplicación de políticas más expansivas. Una primera razón que cabe aducir es la resistencia americana a adoptar medidas conducentes a rebajar su déficit; y ello nos lleva al círculo vicioso en que nos encontramos. Pero también hay que señalar que una política más abierta y decidida de colaboración por parte de Alemania y Japón hubiera aumentado muy considerablemente la presión sobre el Gobierno americano para la reducción de su déficit fiscal. Ahora bien: Alemania y Japón son, hoy, dos economías, dos sociedades con características complejas que dificultan su cooperación con actitudes más expansivas.

La tendencia mundial a un crecimiento lento, e incluso a una pérdida de ritmo de ese crecimiento, encuentra un ejemplo destacado en el caso de la Re-

pública Federal de Alemania, cuyo producto nacional avanza a tasas que no parecen capaces de superar el 2 por ciento y que incluso se sitúan, hoy, por debajo de ese ritmo. La economía que fue uno de los centros de dinamismo económico en el período de la segunda postguerra, acepta ese bajo crecimiento, contrario a los intereses de la economía internacional, y mantiene unas políticas monetarias y fiscales extremadamente prudentes y conservadoras a pesar de que su inflación es casi nula, su déficit público es muy modesto, sus cuentas exteriores presentan abultadísimos excedentes y su tasa de paro afecta al 8 por ciento de la población activa.

Desde el punto de vista alemán, la situación y los problemas son interpretados, sin embargo, de modo muy distinto. La alemana es, hoy, una sociedad que ha entrado en una etapa de estancamiento demográfico, que está registrando un proceso de envejecimiento de su población, que teme los problemas de la absorción de inmigrantes procedentes del Tercer Mundo, que presta una atención creciente a los temas ecológicos y que no está interesada en el mantenimiento de altos ritmos de expansión del producto nacional. Otorga una gran importancia, por razones históricas, a la estabilidad de precios, que no considera aún asegurada; estima que el equilibrio presupuestario es un objetivo básico, ha hecho grandes esfuerzos por acercarse a él entre 1981 y 1985, lo ve en peligro como consecuencia de la dinámica demográfica y de sus efectos sobre la seguridad social en un futuro no lejano y tanto el Parlamento Federal como los representantes de los Lander en la Cámara Territorial se resisten a cualquier actuación fiscal expansiva con objetivos a corto plazo. El paro, en fin, es juzgado como un problema debido, en buena media, a causas estructurales e institucionales y no se piensa que pueda ser atacado eficazmente con políticas de expansión de la demanda de bienes y servicios.

Japón, por su parte, es un país que ha alcanzado la primera línea de las potencias industriales del mundo, pero cuya sociedad conserva muchos rasgos preindustriales; es una economía que ha basado su desarrollo en una exportación agresiva, que registra un elevadísimo excedente en su balanza de pagos por cuenta corriente, que se ha convertido en el primer exportador de capitales y en el primer acreedor mundial, pero que sigue presentando reflejos propios de una economía distante y de importancia secundaria, preocupada por mantener una producción propia, aún a costes elevados, de una serie de productos básicos y resistente a las importaciones y, en general, a una presencia extranjera que pueda quebrar el peculiar sistema económico nacional que ha presidido su crecimiento.

El sistema japonés tiende a favorecer el ahorro frente al consumo, a estimular las exportaciones y a desalentar las importaciones. El nivel del consumo privado y de la satisfacción de las necesidades colectivas no se corresponde con la altura relativa de la renta por habitante en Japón. La larga jornada laboral media japonesa —de un 10 por ciento a un 20 por ciento superior a las de los otros grandes países industriales— dificulta el consumo privado; la fuerte protección agrícola encarece la alimentación e incluso obstaculiza la disponibilidad de suelo urbano, que es una de las causas básicas del gran problema

de viviendas que padece el consumidor japonés; y el proteccionismo comercial relativo a las manufacturas y la difícil penetrabilidad de las redes de distribución japonesas para los productos extranjeros contribuyen también al encarecimiento del consumo. Así, el ahorro privado japonés, fiscal e institucionalmente estimulado, que alcanza el 27 por ciento del PNB frente al 19 por ciento de Estados Unidos, ha buscado en el resto del mundo, a través de las potentes instituciones financieras del país, colocación para su exceso sobre la inversión interior —exceso que es, naturalmente, la otra cara del formidable excedente de la balanza de pagos por cuenta corriente—.

Las presiones exteriores —básicamente, de Estados Unidos— para que el país abra más su economía y estimule su demanda interior sólo han conseguido respuestas lentas, con resultados efectivos inciertos, en los últimos años. A pesar de esas presiones exteriores y de los efectos fuertemente negativos sobre las exportaciones manufactureras de la apreciación del yen frente al dólar (más de un 40 por ciento, desde febrero de 1985), los gobiernos japoneses se han resistido a hacer más expansiva sus políticas monetarias por miedo a un resurgimiento de la inflación y a adentrarse en una ampliación del déficit público —que es el 4 por ciento del PIB y cuyo aumento prevén, por razones demográficas con incidencia sobre la seguridad social, para los próximos años (aunque los estudios del FMI, tienden a retrasar esa presión mecánica de la demografía sobre las cuentas públicas japonesas hasta bien entrado el siglo XXI)—.

Hace unos meses, el Parlamento japonés aprobó un programa, basado en las recomendaciones de un grupo de expertos nombrado por el gobierno, que se propone fomentar las importaciones agrícolas para reducir los precios de los alimentos, impulsar la desregulación de los sectores de distribución y finanzas, reducir la jornada media de trabajo, alentar la construcción de viviendas por medios financieros y fiscales y aumentar el gasto público en infraestructura urbana y de transportes, principalmente. En conjunto, el coste estimado del programa para las arcas públicas se acercaría a los 43.000 millones de dólares; su objetivo es el estímulo de la demanda interna para conseguir un crecimiento del PNB del 3,5 por ciento el año próximo. Tal vez, en esta ocasión, el programa se haga realidad, a diferencia de lo ocurrido con planes y promesas anteriores.

Esta visión simplificada y sumaria de algunos rasgos relevantes de la República Federal de Alemania y de Japón pretende señalar: primero, que se ha venido solicitando colaboración en una estrategia económica coordinada a dos países resistentes a prestarla; y, segundo, que esa resistencia tiene raíces más hondas que las derivadas de un entendimiento mayor o menor de sus responsabilidades internacionales.

Ninguna de las dos economías se ha prestado a un cambio significativo de sus políticas económicas; ambas han reiterado que el origen de los desequilibrios estaba en Estados Unidos y que allí debía estar, por tanto, la corrección. La actitud de la R. F. de Alemania ha sido aún más cerrada que la japonesa en los últimos meses, como lo indica la subida de tipos de interés en el merca-

do monetario alemán que actuó como uno de los detonantes inmediatos de la reciente crisis bursátil. Ninguno de los dos países ha adoptado medidas verdaderamente significativas desde el comienzo de dicha crisis y tal vez no haya que esperarlas hasta que los Estados Unidos anuncien un acuerdo entre el Ejecutivo y el Congreso sobre la reducción del déficit federal.

Algún acuerdo habrá de alcanzarse en los próximos días, pues, en otro caso, la reacción de los mercados sería muy perturbadora. No hay que esperar, sin embargo, que el problema del déficit federal americano entre en vías de abierta corrección antes de que se instale en la Casa Blanca un nuevo presidente a comienzos de 1989. Entretanto, el dólar continuará afectado por expectativas bajistas, la corrección del déficit exterior americano seguirá condicionada por la evolución del ritmo de absorción de esa economía y las autoridades de Estados Unidos se mantendrán entre el temor a los efectos de las elevaciones de los tipos de interés y la preocupación sobre el aliento que la tasa de inflación interna tenderá a recibir de la depreciación del dólar. La probabilidad de que el ajuste se vea facilitado por políticas más expansivas instrumentadas en Japón y en la R. F. de Alemania es más bien escasa.

En estas condiciones, los mercados financieros seguirán dominados por la incertidumbre. Continuarán esperando una mayor cooperación entre las grandes economías industriales y confiando en que el ajuste se produzca finalmente de un modo relativamente suave que evite a la economía mundial una recesión profunda. Y seguirán procesando, entretanto, informaciones sobre el grado efectivo de esa cooperación y sobre la evolución de variables tales como el déficit comercial o la tasa de inflación de Estados Unidos —informaciones a las que la incertidumbre revestirá, a veces, de un significado excesivo y capaz de suscitar reacciones importantes en los mercados financieros—.