

EL TIPO DE CAMBIO DEL EURO, EL PRECIO DEL PETRÓLEO Y LA NUEVA ECONOMÍA EN ESTADOS UNIDOS

Por el Excmo. Sr. D. José Luis Feito Higuera *

Es para mí un gran honor y un no menor placer disfrutar de esta oportunidad que tan amablemente me ha brindado el Presidente de esta magníficamente rediviva Real Academia para compartir con ustedes una serie de reflexiones sobre el contexto internacional en que se desenvuelve la economía española.

Habrán reparado en que el título de esta conferencia, en lugar de sugerir el formato de la novela-río monotemática, habitual de este tipo de actos, evoca más bien la sucesión de tres cuentos cortos, tres breves narraciones sobre fenómenos que a mi juicio son especialmente interesantes en el momento actual. Espero que los cuentos no se conviertan en novelas y que la inevitable sensación de desorden que suele provocar el análisis forzosamente apresurado de temas tan importantes y la dificultad de mantener la atención al pasar de uno a otro sean compensadas por las ideas, las conexiones y las imágenes que dicho desorden pueda concitar.

EL TIPO DE CAMBIO DEL EURO

Antes de examinar el comportamiento del tipo de cambio del euro, quisiera ponerles en guardia contra un error muy extendido que está adueñándose

* Conferencia pronunciada el día 6 de noviembre de 2000.

peligrosamente de la opinión pública europea. Se trata del hábito de juzgar la bondad de la Unión Monetaria Europea (UME) por la evolución del tipo de cambio del euro: «el euro se ha depreciado intensamente *ergo* la UME no funciona». En contra de estas inferencias se ha de afirmar que la UME está siendo un gran éxito, de hecho está superando incluso las expectativas de sus más optimistas defensores, y esto lo digo con conocimiento de causa porque yo soy uno de ellos. Las razones de este éxito estriban en el correcto funcionamiento de las piezas esenciales del proyecto: la desaparición de los tipos de cambio bilaterales entre los países participantes, la política monetaria común y el pacto fiscal de estabilidad y crecimiento. En comparación con estas piezas esenciales, el tipo de cambio del euro es un elemento menor dentro de la maquinaria de la unión monetaria y además, como razonaré más adelante, se ha movido en la dirección correcta, si bien más intensamente de lo que sería deseable.

Pueden aportarse dos pruebas fundamentales del éxito de la UME. En primer lugar, la consolidación de la zona euro como un espacio de gran estabilidad financiera y en segundo lugar la notable mejora de la calidad de la política económica de los países miembros. En cuanto a lo primero, no hace falta una gran imaginación analítica para visualizar el impacto devastador que la sucesión de crisis en Asia, Rusia e Iberoamérica en 1997 y 1998 hubiera tenido sobre Europa en ausencia del euro. Si las dificultades de México a finales de 1994 y comienzos de 1995 cuando estalló el denominado «efecto tequila», una crisis de envergadura mucho menor que las citadas, provocaron una oleada de inestabilidad financiera en Europa que prácticamente se llevó por delante el mecanismo cambiario del sistema monetario europeo, asusta pensar lo que podría haber ocurrido en 1997 y 1998 si los países del euro hubieran estado operando bajo un régimen de tipos de cambio ajustables. El euro, además, al haber preservado la estabilidad financiera en Europa, actuó como una suerte de cortafuegos para la economía internacional impidiendo que se avivara el incendio originado en los países asiáticos. En cuanto a lo segundo, baste señalar que probablemente desde la segunda guerra mundial no se habían instrumentado en tantos países europeos simultáneamente políticas fiscales tan rigurosas, ni se habían dado tantos pasos para realizar reformas estructurales tan necesarias como la flexibilización de los mercados de bienes y de factores productivos o la reforma de los sistemas de seguridad social. Es verdad que lo conseguido en el terreno de la política fiscal y sobre todo en el de las reformas estructurales dista mucho todavía de lo que sería necesario para alcanzar los niveles de eficiencia de la economía norteamericana y asegurar la estabilidad presupuestaria cuando se acentúe el envejecimiento de la población europea. Pero no es menos cierto que hacía mucho tiempo que los países europeos no utilizaban el llamado dividendo del crecimiento, el aumento de la recaudación fiscal durante la etapa expansiva del ciclo, para reducir la carga de la deuda pública; en efecto, a dife-



rencia de comportamientos pasados, el crecimiento de los ingresos fiscales durante la etapa expansiva actual se está destinando esencialmente a reducir el déficit en lugar de transformarse en incrementos del gasto público. Y si bien es cierto que tímidamente y de forma desigual en los distintos países, también se ha mejorado el marco regulatorio del mercado de trabajo y de mercados clave de bienes y servicios. Más importante, si cabe, es que en estos últimos años los gobiernos de los mayores países europeos, los de Alemania, Francia e Italia, han estado dirigidos por coaliciones de fuerzas políticas tradicionalmente muy hostiles a los mecanismos de mercado, por combinaciones de partidos comunistas, socialistas y ecologistas, y sin embargo las políticas económicas llevadas a cabo han sido ortodoxas. ¿Cuál habría sido la política económica de estos países si no hubiera existido el euro y las restantes instituciones de la UME?

Pasando ya al análisis del tipo de cambio del euro, específicamente del tipo de cambio euro-dólar que es el que más nos interesa a todos, considero nece-

sario comenzar lo exponiendo de forma muy simplificada las fuerzas que determinan el comportamiento de dicho tipo de cambio. Espero que la aplicación de este sencillo esquema conceptual permita aclarar algunos sinsentidos que se están diciendo sobre el euro. El comportamiento del tipo de cambio entre dos monedas a lo largo de un período determinado es el resultado de multiplicar la suma de tres fuerzas fundamentales, que se pueden expresar mediante tres diferencias o tres diferenciales, como tenemos el mal hábito de decir los economistas, por un multiplicador irracional. Las tres fuerzas fundamentales son las diferencias entre los tipos de interés, entre los ritmos de crecimiento en el período y entre los ritmos de crecimiento potencial de las economías de referencia. El multiplicador irracional recoge las características del funcionamiento de un mercado, como es el de divisas, dominado por las actividades especulativas; en esencia se puede considerar como un parámetro cuyo valor es tanto mayor cuanto mayor sea la suma de las tres diferencias mencionadas.

Si como ha ocurrido desde la creación del euro, los tipos de interés, el crecimiento económico y el crecimiento potencial percibido por el mercado han sido mayores en Estados Unidos que en Europa estaba plenamente justificada una apreciación del dólar por razones fundamentales. El hecho de que estas tres diferencias sean favorables a Estados Unidos implica un desplazamiento masivo hacia este país de flujos de capital tanto a corto como a largo plazo, siendo los primeros habitualmente inversiones financieras atraídas por los mayores tipos de interés y el mayor crecimiento coyuntural que garantiza la permanencia de dicho diferencial de tipos y los segundos inversiones directas en busca de los beneficios del mayor crecimiento potencial. De lo anterior se colige, en contra de algunas opiniones europeas oficiales, que una parte sustancial de la depreciación del euro está plenamente justificada por factores fundamentales. Una parte, pero no toda, porque cuando los factores fundamentales impulsan la apreciación de una divisa frente a otra, especialmente cuando las tres diferencias mencionadas son favorables a la misma divisa, se dispara el multiplicador irracional y la divisa en cuestión se aprecia muy por encima de lo estrictamente justificado por dichas causas fundamentales.

Estos elementos irracionales, fáciles de detectar pero difíciles de medir, en efecto multiplican las compras de una divisa y las ventas de la otra que se pudieran estar produciendo por la disponibilidad de información sobre las variables fundamentales. Les pondré algunos ejemplos que a mi juicio ilustran bien el comportamiento de este multiplicador irracional. Supongamos que se publican previsiones de crecimiento generalmente aceptadas y no descontadas previamente sobre Europa y Estados Unidos favorables a este último país de manera que inducen una subida «racional» del dólar. Supongamos que al día siguiente se anuncian huelgas en

algún país del euro, digamos en Francia, y este anuncio provoca una nueva apreciación del dólar. Este movimiento es irracional y está causado por el contexto de optimismo sobre el dólar y de pesimismo sobre el euro creado por los factores fundamentales. En este ambiente se incita a comprar continuamente dólares contra la venta de euros y a buscar cualquier excusa para justificar estas operaciones cuya rentabilidad a corto plazo está autogarantizada. Estos movimientos son irracionales no sólo porque ignoran que en Francia ha habido huelgas desde la revolución de 1789 y ello no ha impedido que este país alcance elevados ritmos de crecimiento económico, sino sobre todo porque el impacto de un menor crecimiento europeo sobre el euro ya se había recogido en la primera depreciación. Se pueden detectar igualmente elementos irracionales en algunas justificaciones que se han dado dentro y fuera de Europa para explicar la debilidad del euro, y ciertamente son argumentos que también se han dado a sí mismos los mercados para impulsar las ventas de la divisa europea y las compras de dólares. Por ejemplo, es frecuente escuchar que el euro es una divisa débil, porque no tiene un Estado detrás o porque no tiene aun respaldo físico en forma de billetes o de monedas. Sin embargo, la lira italiana, el real, el peso mexicano, la peseta e incluso el dólar son monedas con un Estado detrás y con abundante respaldo físico, demasiado abundante en algunos casos, y dichas circunstancias no han impedido que estas y otras divisas hayan sufrido intensas depreciaciones en el pasado. No existe ningún tipo de justificación teórica que establezca relación alguna entre la existencia de Estado y el nivel del tipo de cambio, ni entre la abundancia o ausencia de monedas y de billetes y la tendencia al alza o a la baja de la cotización de una divisa.

En los confines entre los factores racionales y los irracionales que determinan la debilidad del euro se encuentran los elementos que conforman lo que podríamos llamar proceso de aprendizaje de la UME, aprendizaje tanto para el mercado como para las nuevas instituciones monetarias europeas. Aquí entrarían algunas actuaciones y declaraciones desafortunadas de los autoridades monetarias europeas y de algunos líderes de los principales países europeos que ciertamente han sido capaces de convertir una situación mala en otra aún peor alentando las operaciones especulativas contra el euro. Ahora bien, nada de esto hubiera influido perceptiblemente sobre la cotización del euro si las tres diferencias fundamentales señaladas (la de tipos de interés, la del crecimiento coyuntural y la del crecimiento potencial) no hubieran sido favorables a Estados Unidos. Si, como yo creo, la percepción del mercado sobre la suma de esa tres diferencias se invierte a favor de Europa antes de la introducción de las monedas y de los billetes en euros y naturalmente muchísimo antes de que exista un Estado europeo, veremos como se volatilizan rápidamente todos esos pseudoargumentos para justificar la debilidad del euro. Quizá entonces incluso escuchemos opiniones sosteniendo que la inexisten-

cia de un Estado y de respaldo físico o las peculiares actuaciones de las autoridades monetarias europeas son la receta adecuada para garantizar la fortaleza de una divisa. Ahora bien, mientras las percepciones del mercado no se alteren significativamente, persistirá la debilidad del euro y esto ocurrirá por mucho que el Banco Central Europeo intervenga en el mercado de divisas para evitarlo. Las intervenciones en el mercado de divisas son como el acompañamiento musical en aquellas batallas del siglo XIX: pueden infundir valor a nuestras tropas e incluso asustar momentáneamente al enemigo, pero sirven de muy poco si su infantería, su caballería y su artillería (las equivalencias militares de las tres diferencias fundamentales mencionadas anteriormente) son muy superiores a las nuestras. La sobrevaloración del dólar y la consiguiente infravaloración del euro, en suma, simplemente ponen de relieve una propiedad empírica bien conocida del régimen de tipos de cambio flotantes en que se desenvuelve el movimiento del euro frente al dólar: la propensión a registrar episodios de aguda sobrevaloración seguidos por otros de proporcionalmente intensa infravaloración.

Para concluir mis comentarios sobre el euro, quisiera manifestarles lo que a mi juicio es el aspecto más preocupante de la infravaloración acumulada por la moneda europea. Desde su creación el euro se ha depreciado alrededor del 30% frente al dólar y les decía antes que una parte de esta depreciación estaba justificada por la evolución de las variables económicas fundamentales. Es imposible saber con precisión el monto de esta depreciación «justificada» pero supongamos, para lo que intento explicar la precisión cuantitativa no es determinante, que dicho monto es la mitad, esto es un 15%. Si la suma de las mencionadas diferencias fundamentales se alterara a favor de Europa, entonces la apreciación del euro frente al dólar no sería únicamente por ese 15% que corregiría la depreciación irracional del pasado; ni tampoco por un 15% más el porcentaje de apreciación justificado por el saldo de las diferencias fundamentales. Si el mercado se convence de que las diferencias fundamentales jugarán a favor de Europa durante un período dilatado, lo que podría ocurrir si se produjera una recesión en Estados Unidos y Europa no fuera arrastrada por esta oleada recesiva, entonces el multiplicador irracional impulsará el tipo de cambio del euro muy por encima de lo que estuviera justificado por razones fundamentales. El riesgo de esta sobrevaloración del euro sería que coincidiera con una situación de paro creciente y crecimiento económico menguante en alguno o varios países europeos. De producirse esta situación, además, ocurriría en los primeros estadios de la vida física del euro y después de la desaparición de las seculares unidades de cuenta europeas, momento que la inmensa mayoría de ciudadanos europeos identifican con la puesta en marcha de la unión monetaria. ¿Cómo reaccionaría la opinión pública de ese o esos países? La excesiva depreciación del euro ha ocasionado tensiones inflacionistas en varios países euro-

peos, que se han acentuado por la simultánea subida del precio del petróleo. A pesar de las críticas a la moneda única suscitadas por esta depreciación, sin embargo, yo creo que la unión monetaria ha superado sin grandes dificultades esta primera gran prueba que ha surgido en su andadura. Pero no debemos ignorar que la opinión pública y con ella la clase política de nuestras sociedades soportan mejor la inflación que el paro, sobre todo si este paro se imputa directa o indirectamente al euro. Esperemos que, si se materializa la sobrevaloración del euro, las condiciones económicas y la actuación de la clase política europea permitan superar esa segunda prueba, que sería la verdadera prueba del nueve de la unión monetaria, tan holgadamente como se pasó la primera.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO

Me propongo ahora examinar las causas de la intensa subida del precio del petróleo registrada en el último año, su previsible evolución durante los próximos doce o diez y ocho meses, así como las consecuencias de estos movimientos sobre nuestras economías. Quisiera empezar señalando que a diferencia de los casos anteriores de crecimiento exponencial de los precios del petróleo, la reciente subida ha sido causada fundamentalmente por el rápido crecimiento de la demanda y no por restricciones de la oferta. De acuerdo con los datos de la OCDE, los países productores están operando cerca del límite de su capacidad potencial. Si bien es verdad que estas estadísticas de producción siempre advierten de la dificultad de conocer con razonable aproximación la capacidad potencial de Arabia Saudita, el principal exportador de petróleo mundial, al menos muestran claramente que no ha habido ninguna discontinuidad perceptible en los flujos de producción de los países exportadores. La triplicación de los precios del petróleo, por lo tanto, no es atribuible a tensiones políticas en el golfo pérsico ni a la acción concertada de la OPEP, sino primordialmente al crecimiento de la demanda por parte de los países importadores.

Otra manera de llegar a la misma conclusión es analizar la estrepitosa caída del precio del petróleo en 1997 y 1998. Esta intensa bajada del precio obedeció a la profunda crisis que padecieron las economías asiáticas, a la por aquel entonces vacilante recuperación de algunas de las mayores economías europeas y a que Estados Unidos no había añadido a su espectacular etapa expansiva los ejercicios de 1999 y del año 2000. Dicho en otras palabras, la caída de la demanda provocó el derrumbamiento del precio en 1997 y 1998, y la recuperación de la demanda ha disparado el precio en este último año y medio. Estados Unidos consume alrededor del 25% de la demanda mundial de petróleo, Asia cerca del 30% y Europa otro

tanto. La impresionante recuperación de las economías asiáticas a lo largo de 1999 y del año 2000, la fuerte aceleración del crecimiento en Europa y la persistencia de ritmos de avance de la renta superiores al 4% en Estados Unidos son las causas de la multiplicación del precio del petróleo que estamos viviendo. Comparado con este movimiento de la demanda, otros factores como la política de reservas de los países importadores o las acciones de la OPEP para intentar consolidar estos niveles de precios tienen una importancia marginal.

La principal conclusión que debemos derivar del análisis anterior es que, mientras persistan los ritmos de crecimiento económico vigentes en los países importadores, el precio del petróleo se mantendrá cerca de los niveles actuales. De hecho, lo más probable es que veamos el precio del petróleo incluso por encima de los 35\$ si tenemos un invierno riguroso. En cualquier caso lo importante es tener en cuenta que, si a lo largo del próximo año se verifican las previsiones de la OCDE y otros organismos internacionales sobre el crecimiento económico en Asia, Europa y Estados Unidos, con independencia de los vaivenes que pueda seguir con el paso de las estaciones, el precio del petróleo a finales del próximo año seguirá oscilando por encima de los 25\$ por barril. En mi opinión, pues, el par de previsiones compuesto por el mantenimiento del crecimiento económico de los países importadores de petróleo en su conjunto y la caída del precio del petróleo de forma permanente por debajo de los 25\$ es inconsistente entre sí. Uno de los dos elementos del par se ha de comportar de manera opuesta a lo estipulado por esas previsiones que parecen gozar de general aceptación.

En cuanto al impacto de la intensa subida del precio del petróleo sobre los países europeos, la OCDE considera que apenas restará unas décimas del crecimiento y las añadirá a la inflación. Comparto plenamente esta opinión. Las consecuencias de la triplicación del precio del petróleo para los países importadores europeos serán mucho más leves que las producidas por anteriores subidas del precio del crudo por dos razones. En primer lugar porque el nivel de precios sobre el que se contabiliza esta subida era exageradamente bajo, en términos reales era inferior incluso al nivel vigente antes de la primera crisis energética. En segundo lugar porque los países importadores, sobre todo los europeos, son hoy mucho menos dependientes del petróleo que antes. Son menos dependientes, por cierto, gracias sobre todo a la presión fiscal sobre el consumo de hidrocarburos que no debería ser objeto de la frívola demagogia que sobre este asunto están haciendo algunos grupos políticos.

Que el impacto inmediato de la subida del precio del petróleo sea relativamente breve para el conjunto de los países europeos importadores no excluye

que dicha subida pueda plantear a medio plazo problemas más serios a unos países que a otros. En este sentido, el principal riesgo lo corren los países con un sistema de determinación salarial fuertemente indiciado al ritmo de inflación interanual. El riesgo consiste, obviamente, en que una vez estabilizado el precio del petróleo en determinado nivel los países con un sistema salarial más sensible a los aumentos contemporáneos de la inflación soporten un crecimiento de sus costes laborales unitarios más rápido que otros y sufran con ello un peligroso deterioro de su competitividad.

LA NUEVA ECONOMÍA EN ESTADOS UNIDOS

La evolución económica de Estados Unidos durante la última década y especialmente desde 1995 ha sido verdaderamente espectacular. El ritmo de avance económico registrado durante estos últimos cinco años ha sido más alto que el registrado en cualquier otro período de extensión similar desde la segunda guerra mundial y la duración de la etapa expansiva que comienza con la década de los noventa ha sobrepasado igualmente la de otras fases de bonanza económica. Cuando, como ha ocurrido durante estos últimos años en Estados Unidos, los datos quiebran una y otra vez los augurios pesimistas de quienes pronosticaban que ritmos de crecimiento económico tan elevados eran inconsistentes con la estabilidad de precios; cuando año tras año no se materializan las previsiones de quienes esperaban una brusca interrupción de la expansión, precedida o acompañada de una notable subida de la inflación, no es de extrañar que irrumpa con fuerza la idea de que existe una nueva economía. No es de extrañar, en efecto, que haya ido cristalizando una visión según la cual la economía que se ha configurado durante estos años tiene reglas de comportamiento diferentes de las que regían en el pasado.

Dentro de la familia de variantes que comparten esta visión, la más optimista sería la de quienes piensan no sólo que la nueva economía entraña un aumento notable del crecimiento potencial sino también la desaparición del ciclo o en todo caso una reducción considerable de la intensidad y duración de la etapa recesiva. A mi juicio la mayor parte de estas entusiastas visiones del porvenir adolecen de una confusión añeja en economía, la confusión entre ciclo y tendencia. Se puede estar de acuerdo con la idea de que la naturaleza y el ritmo de avance tecnológico han aumentado el crecimiento económico potencial en Estados Unidos y en otros países donde se vayan difundiendo esas nuevas tecnologías. Ahora bien, los determinantes de que dicho crecimiento potencial, que contemplado *ex-post* no es otra cosa que el crecimiento anual medio durante un período muy dilatado, sea la resultante de oscilaciones de mayor o menor amplitud son independientes de los

determinantes de dicho promedio. Los cambios tecnológicos pueden haber acelerado el crecimiento tendencial, pero no garantizan en absoluto que dicho crecimiento sea rectilíneo, no aseguran que no sea interrumpido bruscamente por recesiones de mayor o menor intensidad y duración ¿Terminará la expansión norteamericana con una recesión que se comerá buena parte del exceso de crecimiento sobre el promedio histórico registrado durante estos últimos años o por el contrario continuarán los altos ritmos de avance de la renta, después de un suave y rápidamente pasajero debilitamiento coyuntural?

Antes de abordar esta cuestión, es útil definir los conceptos de intensidad y duración como dos dimensiones diferentes de la etapa de crisis. Por intensidad del cambio de ciclo entendemos la diferencia entre el crecimiento potencial de la economía y el ritmo de variación del PIB más bajo alcanzado durante la etapa recesiva. La duración vendría dada por el número de años en los que la economía crece por debajo de su potencial. Aunque estas definiciones presentan ambigüedades, son útiles para los propósitos de nuestra discusión. Por ejemplo, en el año 1998 Corea registró una caída del PIB del orden del 9% y sin embargo en 1999 vivió una espectacular recuperación alcanzando un crecimiento cercano al 10%, y cerrará este año 2000 con un crecimiento superior al 8%. Japón, por otro lado, lleva casi una década con crecimientos económicos anuales muy bajos, muy inferiores al potencial, pero el PIB ha caído únicamente dos años y en ninguno de ellos dicha caída ha superado el 2%. Corea sería un caso de recesión intensa pero breve y Japón un caso de recesión duradera. Evidentemente, la pérdida de producción acumulada en el transcurso de una recesión dilatada puede superar con creces la sufrida en una recesión intensa pero corta. ¿Cuáles son los determinantes de la intensidad y duración de la recesión? De forma simplificada, puede decirse que la intensidad de la recesión depende de los excesos cometidos durante la etapa de auge, mientras que la duración de la recesión está determinada esencialmente por la flexibilidad del sistema productivo. Ambos elementos suelen estar interrelacionados. Esto es, un sistema productivo rígido es propenso a generar mayores desequilibrios durante el auge y la intensidad de la recesión puede alterar la flexibilidad del sistema productivo.

Dicho lo anterior, ¿cuáles son los indicadores que nos permiten detectar la existencia de excesos peligrosos que se hayan podido acumular durante la etapa de expansión económica? El indicador tradicionalmente más importante para desvelar estos excesos es el ritmo de variación de los precios de consumo. Una aceleración persistente del ritmo de variación anual de los precios de consumo en la etapa expansiva suele ser el síntoma de un desahorro creciente por parte de las familias y frecuentemente también de un gasto de inversión excesivo que limita el

aumento de la oferta de bienes de consumo. Hecha esta afirmación que casi todo el mundo aceptaría comienzan los problemas, el primero de los cuales consiste en la selección del índice de precios de consumo más apropiado para medir la inflación. Por un lado están los cambios de gustos por parte de los consumidores, las alteraciones de la calidad de los bienes y otros problemas estadísticos bien conocidos que a veces llevan a cambiar la metodología de elaboración de los índices y dificultan las comparaciones con otros países o con otros períodos históricos del mismo país. Luego está la cuestión de confiar en mayor o menor medida en la información facilitada por índices que incluyen precios cuyos movimientos son especialmente volátiles o en la que nos aportan índices que excluyen estos precios.

Al margen de estas consideraciones, los indicadores convencionales de precios de consumo tienen otras limitaciones para medir adecuadamente las presiones inflacionistas. Por ejemplo, los índices de precios de consumo estarán infravalorando las tensiones inflacionistas, si el país desvía parte de su exceso de demanda al resto del mundo a través de un déficit por cuenta corriente exagerado o si su tipo de cambio está muy por encima de su valor de equilibrio a largo plazo. Los índices de precios de consumo tampoco recogerán adecuadamente las tensiones inflacionistas cuando está registrándose un excesivo endeudamiento destinado a la adquisición de inmuebles o de activos financieros. La reducción de ahorro neto inherente a un proceso de endeudamiento excesivo se traduce en niveles elevados del precio de los activos financieros e inmobiliarios, niveles difícilmente sostenibles una vez que la creación de liquidez y su contrapartida, el endeudamiento, retornen a ritmos de crecimiento cercanos al crecimiento potencial de la economía. Estas son algunas de las razones por las que puede haber una recesión sin que necesariamente sea precedida por un período de inflación muy elevada, v.g. el caso de Japón en los años noventa o la Gran Depresión de Estados Unidos en los años treinta.

En mi opinión, la conclusión que se ha de inferir al aplicar los razonamientos anteriores al examen de la expansión norteamericana es que la probabilidad de que se produzca una desaceleración pronunciada del crecimiento económico en dicho país es muy elevada. La persistente subida de la inflación, subida enmascarada por la utilización de índices hedónicos y otros cambios metodológicos del IPC y que ya se detectaba antes del alza de precios del petróleo; el nivel insostenible del déficit por cuenta corriente y del tipo de cambio del dólar que ha desviado buena parte del exceso de demanda de Estados Unidos hacia el resto del mundo; y sobre todo el elevado endeudamiento de las familias y empresas norteamericanas junto con un nivel de valoración de las acciones que sigue superando cualquier referencia histórica a pesar de las recientes correcciones, son todos ellos

indicios de la alta probabilidad de una brusca y más bien inminente interrupción de la expansión norteamericana.

Si se produce dicha recesión, sin embargo, aunque sería ciertamente más intensa que cualquiera de las hipótesis que se barajan en los escenarios del denominado aterrizaje suave, creo que sería una recesión relativamente breve. La principal razón para ser optimistas sobre la duración de la posible recesión norteamericana no reside en los supuestamente amplios márgenes de las políticas monetaria y fiscal para estimular la economía sino en la enorme flexibilidad del sistema productivo norteamericano y en la fortaleza relativa de su sector bancario. Las políticas de demanda pueden naturalmente sentar las bases para que la recesión sea lo más suave posible, pero si fueron incapaces de impedir que el desahorro y el endeudamiento llegaran a ser excesivos no podrán evitar la recesión. En condiciones de endeudamiento excesivo una política monetaria expansiva no podrá evitar que los tipos de interés suban e incluso se hagan infinitos, que no se les conceda crédito, para los prestatarios más endeudados o aquellos cuyo colateral se haya erosionado por la caída de la bolsa y del valor de los activos inmobiliarios que suele ocurrir cuando el ciclo cambia bruscamente. Igualmente, ante el deterioro de las expectativas de crecimiento económico propio de la etapa recesiva, cualquier mejora de la renta disponible procedente de rebajas de tipos impositivos se transformara en incrementos del ahorro en lugar de destinarse a mantener las pautas de consumo. Pero la recesión se remontará con relativa facilidad si no se obstaculiza la reasignación de recursos productivos y, sobre todo, si el sistema bancario resiste sin accidentes graves el aumento de fallidos y la morosidad desencadenados por el final de un ciclo expansivo que ha sido impulsado por un intenso crecimiento del endeudamiento. En mi opinión, la flexibilidad de la economía norteamericana, que incluye evidentemente la flexibilidad de su sistema bancario para agrupar o desmembrar entidades si las circunstancias lo hicieran necesario, es la mejor garantía para, después de ser pesimistas sobre su inmediato devenir, ser, por decirlo así, optimistas en segunda instancia.

* * *

No hay lugar en esta conferencia para repetir las conclusiones que he realizado al tratar cada uno de los tres temas abordados pero sí para un colofón. Yo cerraría mis comentarios recordándoles que los mercados cambian continuamente y muchas veces de forma vertiginosa y sorprendente, que la tecnología cambia igualmente y sus avances siempre terminan desbordando las imaginaciones más aventureras; pero los principios económicos permanecen. Con las enormes dificultades que entraña aplicarlos a circunstancias siempre cambiantes y la incesante

necesidad de perfeccionarlos, con las huidizas y temblorosas certezas que nos proporcionan sobre todo cuando más los necesitamos, debemos recordarlos y respetarlos porque son el ancla de la razón ante las ensoñaciones de quienes desconocen la historia y de los que no quieren aceptar que la fantasía tiene restricciones presupuestarias.

