1.4. CIENCIAS ECONÓMICAS

LAS FLUCTUACIONES FINANCIERAS Y LA POLÍTICA MONETARIA

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Angel Rojo *

1

Hace treinta años, los sistemas financieros de la gran mayoría de los países estaban sometidos a fuertes intervenciones. Las autoridades determinaban las operaciones que podía realizar cada tipo de instituciones financieras, así como los instrumentos que podía utilizar; influían en la canalización de los fondos de préstamo hacia sus destinos finales y fijaban, con frecuencia, los tipos de interés; mantenían barreras de entrada al negocio bancario y, en general, a la industria de servicios financieros y controlaban los movimientos de capitales a través de las fronteras. El resultado de todo ello era el predominio de unos sistemas financieros con costes elevados de intermediación, una baja eficiencia en la asignación del ahorro y una escasa apertura al exterior.

Los cambios registrados, desde entonces, en el ámbito financiero han sido muy profundos: los sistemas nacionales han vivido procesos intensos de desregulación, de innovación y de apertura y aparecen, hoy, fuertemente relacionados a través de unos mercados internacionales, libres y potentes, que comienzan a aproximarse al concepto de mercados financieros globales. El mundo registra, hoy, un grado de integración financiera desconocido desde el período del patrón oro anterior a 1914 y que se extiende a una buena parte de los países en vías de desarrollo.

---

* Sesión de mayo de 2002.

Las transformaciones registradas en los mercados financieros nacionales e internacionales a lo largo de los últimos años los han hecho más competitivos y eficientes; los han permitido cumplir mejor sus funciones de canalización de recursos desde las unidades de ahorro hasta las unidades de gasto, de asignación y diversificación de riesgos y de suministro de liquidez y han facilitado también la atracción de capitales hacia los países emergentes con ventajas, en muchos casos, para sus procesos de crecimiento. Al mismo tiempo, sin embargo, esos sistemas financieros más libres, competitivos y complejos son más vulnerables e inestables y, como tales, pueden actuar, en unos casos, como generadores de inestabilidad económica y acentuar, en otros, la amplitud de las fluctuaciones propias del sector «real» de las economías. La liberalización de los sistemas nacionales y de los flujos internacionales de capitales facilita la extensión de las perturbaciones financieras en cada país y su contagio a través de las fronteras, lo cual tiende a aumentar la frecuencia y la amplitud de las fluctuaciones en el ámbito internacional —como ha podido observarse a lo largo de los veinte últimos años—.

La experiencia de este período muestra que la introducción de políticas de mayor liberalización financiera en una economía puede generar, en sus primeras fases, elementos importantes de inestabilidad: empresas y familias ven facilitado su acceso a la financiación al tiempo que las instituciones financieras, antes sometidas a fuertes regulaciones y enfrentadas ahora a una mayor competencia, pueden adentrarse en expansiones excesivas del crédito y asumir riesgos para cuya valoración y gestión estén mal preparadas. Los resultados pueden ser crisis como las registradas por las asociaciones norteamericanas de préstamo y ahorro o por los sistemas bancarios de varios países nórdicos europeos en los años ochenta o como las más graves padecidas por los diversos países emergentes, latinoamericanos y asiáticos, en la década de los noventa.

Ahora bien, aun superados los problemas de transición en los procesos desreguladores, los sistemas financieros resultantes, competitivos e innovadores, que ofrecen una mayor eficacia ventajosa para el crecimiento de las economías, contienen también un mayor potencial de inestabilidad. La presión de la competencia sobre los márgenes estimula a las instituciones financieras a asumir mayores riesgos; la desintermediación bancaria puede afectar negativamente a la calidad media de las carteras de préstamos y créditos de las entidades bancarias, debilitar la función evaluadora de riesgos que los bancos han desempeñado tradicionalmente y conducir, en consecuencia, a una degradación de los riesgos en el conjunto del sistema; la ampliación de las operaciones bancarias «fuera de balance» y la rápida expansión de los derivados financieros plantean serios problemas de exposición a riesgos de difícil evaluación y control; la creciente apertura de los mer-

cados nacionales de servicios financieros y la liberalización de los movimientos de capitales, al hacer más intensas las relaciones transfronterizas de instituciones y mercados, facilitan la obtención de financiación y la toma de riesgos de más difícil valoración y seguimiento y favorecen el contagio de problemas a través de las fronteras. En definitiva, el mantenimiento de la estabilidad en los actuales sistemas financieros refuerza la importancia de que las empresas y las entidades financieras cuiden sus métodos de medición, gestión y control de los riesgos y dispongan de unas estructuras adecuadas a un contexto en continuo proceso de innovación y de complejidad creciente; y hace más necesario que los países dispongan de sistemas adecuados de regulación y supervisión de las instituciones y los mercados financieros.

Los últimos años han presenciado un avance considerable de las técnicas de medición y gestión de riesgos con la consiguiente mejora en la evaluación de los riesgos relativos y particulares de instrumentos y deudores. Sin embargo, la valoración del componente de riesgo relacionado con el contexto económico general es menos firme, se ve frecuentemente afectada por variaciones en las expectativas de los agentes sobre el futuro a medio plazo de la economía que, a través del comportamiento de los precios de los activos y del crédito, pueden generar importantes fluctuaciones financieras con efectos considerables sobre la evolución cíclica de la actividad económica.

Cuando las fluctuaciones financieras se limitan a reflejar la evolución de la economía real, la evolución financiera tiende a favorecer la amplitud de las oscilaciones cíclicas reales pero no actúa como una fuente independiente de inestabilidad económica. En otros períodos, sin embargo, el comportamiento de las variables financieras se desviará, alentado por oleadas de optimismo y de pesimismo, respecto de las sendas correspondientes a la evolución de los factores fundamentales de la economía: el optimismo puede conducir a lo que Greenspan denominó clima de «exuberancia irracional», expresado en elevaciones rápidas y excesivas de los precios de los activos normalmente acompañadas de fuertes avances del crédito; y cuando el optimismo deje paso al pesimismo y la burbuja generada en el auge ceda, la revisión a la baja de las expectativas inducirá un enrarecimiento, posiblemente profundo, de las condiciones financieras de la economía. Puesto que esta volatilidad financiera basada en lo que suele denominarse «psicología del mercado», no en factores fundamentales, ejerce efectos significativos sobre la economía real, se convierte en una fuente potencialmente importante de inestabilidad económica.

En los actuales sistemas financieros, las fluctuaciones de los precios de los activos, en respuesta a variaciones en las expectativas, han reforzado su papel como posible origen de inestabilidad debido a una pluralidad de motivos: primero, porque se ha registrado un fuerte aumento de la proporción de riqueza mantenida por los inversores en forma de activos negociables en los mercados —desplazamiento que ha sido alentado por las políticas públicas dirigidas a fomentar los mercados de capitales, por las mejoras tecnológicas adoptadas por estos últimos, por el desarrollo de los sistemas de pensiones privados, por las reducciones de la imposición sobre ganancias de capital, etc.—; además, la rápida respuesta a las variaciones al alza de las expectativas se ve favorecida por un acceso más fácil a la financiación; finalmente, se ha establecido una conexión mas estrecha entre el valor de los activos y los gastos de consumo y de inversión, resultante de la cómoda accesibilidad a la toma de préstamos con garantía de activos.

En las fases de auge, iniciadas por factores financieros o reales, la revisión al alza de las expectativas de los agentes sobre el rendimiento de los activos y la tendencia a reducir las primas de riesgo requeridas impulsan la elevación de los precios de los activos. La consiguiente mejora en los balances de familias y empresas favorece el acceso de unas y otras a la financiación en los mercados y en las instituciones financieras. Las empresas colocarán sus emisiones y obtendrán recursos financieros en los mercados en condiciones ventajosas. Los bancos, contagiados del clima dominante, se mostrarán dispuestos a ampliar su toma de riesgos sobre empresas y familias a través de expansiones rápidas del crédito estimuladas por bajas valoraciones del riesgo, una confianza en los altos valores del colateral ofrecido por los clientes y aumentos del beneficio facilitados por una relajación de la política de dotación de provisiones por impagos probables. La fuerte expansión del crédito alentará las alzas de precios de los activos así como éstas favorecen el crecimiento de aquel; y esa interacción reforzará la dinámica del auge que acentuará, a su vez, el proceso de expansión real de la economía: las facilidades de financiación estimularán las demandas de inversión productiva de las empresas y residencial de las familias, mientras que la demanda de consumo de los hogares se verá alentada tanto por la expansión del crédito como por el «efecto riqueza» inducido por el mayor valor de los activos que poseen; y ello otorgará, por su parte, nuevos impulsos al avance financiero.

El proceso de auge no se mantendrá, sin embargo, indefinidamente: acabará desacelerándose y dando paso a una fase de baja cíclica como consecuencia de una sobreinversión en capital físico, de un descenso de los beneficios resultantes de un aumento de costes, de una creciente conciencia de los desequilibrios financieros generados en la expansión, etc. Cualquiera que sea la combinación de

causas, la fase bajista se caracterizará por el deterioro de las expectativas, la caída del precio de los activos, las pérdidas registradas por las instituciones financieras y por las empresas no financieras, la contracción del crédito y el endurecimiento general de las condiciones de obtención de liquidez. Todo ello afectará negativamente a la demanda de bienes y servicios, la actividad económica y el empleo, lo cuál generará mayores dificultades financieras. Cuanto mayores hayan sido los excesos y las malas asignaciones de recursos acumulados durante el auge, más dura será la posterior etapa contractiva; y, en todo caso, el ritmo de la contracción financiera tenderá a ser mas intenso que el que mostraron los avances de las variables financieras en la etapa de expansión. La generación, durante la fase expansiva , de un exceso importante de capital productivo o de una intensa expansión en el sector de la construcción ligada a fuertes aumentos en los precios de la propiedad inmobiliaria, la elevación exagerada del precio de los activos financieros en la etapa de optimismo, el excesivo endeudamiento general de la economía y la debilidad del sector bancario son factores que tienden a hacer más duros los ajustes bajistas y más lentos los procesos posteriores de recuperación de la actividad.

La experiencia sobre las graves consecuencias económicas de las perturbaciones y las crisis financieras ha llevado, con el paso del tiempo, al establecimiento de sistemas públicos de regulación y supervisión tanto de las entidades bancarias como de los mercados de capitales, con los objetivos últimos de proteger a depositantes e inversores y de reducir el riesgo sistémico. Los sistemas de regulación y supervisión bancaria se han ocupado de establecer esquemas de estimación de riesgos que permitan calcular unos requerimientos de capital adecuados para preservar la solvencia de los bancos siguiendo, en buena medida, en los últimos años, los criterios y recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea —en estos momentos, en proceso de revisión—. Por su parte, la regulación y supervisión de los mercados de capitales, más fragmentada y menos desarrollada que la relativa a los bancos —excepto en los pocos países donde los mercados de valores desempeñan un papel comparable al de la banca en la financiación de la economía—, ha centrado su atención en el logro de sistemas de negociación, compensación y liquidación eficaces y transparentes y en la provisión de una información adecuada a los inversores para sus tomas de decisiones.

Un sistema débil de regulación y supervisión favorece la inestabilidad de instituciones, mercados y sistemas financieros, eleva los riesgos que acompañan a la introducción de políticas desreguladoras y aumenta la probabilidad de que una contracción lleve a una crisis financiera y bancaria que haga más duros y más prolongados los ajustes de la economía —como ha mostrado el caso de Japón en los últimos años—. No cabe confiar, sin embargo, en que sistemas sólidos de regula-

ción y supervisión basten para eliminar las fluctuaciones financieras asociadas a fases de optimismo y pesimismo sobre el futuro de la economía, aunque puedan moderar sus más graves consecuencias. Una buena prueba de ello es la ofrecida por la reciente fluctuación financiera registrada en Estados Unidos y expresada, principalmente, en una violenta oscilación de los precios de las acciones, especialmente de las correspondientes a los sectores de nuevas tecnologías.

Esta experiencia americana ha reavivado, en los últimos tiempos, la discusión sobre si la política monetaria debería proponerse, junto a su objetivo básico de mantener la estabilidad de los precios de los bienes y servicios —objetivo consolidado con generalidad desde los años ochenta del siglo XX—, la tarea de moderar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros. Podría pensarse que las autoridades deberían actuar para frenar el alza de los precios de dichos activos al menos cuando considerasen que estos registran una sobrevaloración generalizada respecto de los precios justificados por los que se entiende que son los valores fundamentales de la economía de cara al futuro.

El problema para aplicar tal prescripción radica en que resulta muy difícil determinar en qué cuantía un auge bursátil contiene una sobrevaloración generalizada de las acciones. No hay razones para suponer que los Bancos Centrales sean capaces de prever el futuro mejor que unos mercados bien informados; y las autoridades no pueden ignorar los efectos desestabilizadores, financieros y reales, que podrían seguirse del intento de «pinchar» una supuesta burbuja financiera si la actuación resultara errónea, tardía o demasiado vigorosa. Es comprensible, por tanto, que los Bancos Centrales se resistan a asumir los riesgos implícitos en un endurecimiento de la política monetaria orientada a frenar un proceso de elevación de los precios de los activos que consideren excesivo; como lo es también que esa resistencia sea mayor si el auge financiero va acompañado de una evolución razonablemente estable de los precios de los bienes y servicios —como sucedió en la expansión financiera de los años ochenta en Japón o como ha sucedido en la reciente expansión financiera de Estados Unidos—, porque, en tal caso, el público comprenderá menos la actuación restrictiva de las autoridades y éstas habrán de afrontar mayores censuras si sus decisiones tienen efectos negativos.

Ocurre, sin embargo, que una tasa baja y estable de inflación mantenida durante un período, incluso largo, de auge no garantiza la estabilidad financiera; puede, de hecho, actuar como un estímulo al avance de los precios de los activos en la medida que induzca al público a reducir la prima de riesgo incorporada en el tipo de descuento que aplica a los rendimientos esperados de los activos para determinar el precio actual de éstos y, alentar así un auge financiero que acabe

desembocando en una aceleración de la inflación. Por ello, la política monetaria de estabilidad de precios podría ser interpretada de un modo flexible que la indujera a reaccionar preventivamente ante expansiones financieras excesivas que, a través de sus efectos sobre la demanda de bienes y servicios, amenazaran con acabar generando presiones inflacionistas significativas. Sin embargo, pocos economistas se muestran inclinados a cerrar los ojos ante los peligros desestabilizadores de tal propuesta de política monetaria; y los Bancos Centrales solo asumirán los riesgos de esa política si existe una evidencia muy sólida de que se está fraguando un potencial inflacionista importante.

No hay que esperar, por tanto, en general, actuaciones significativas de política monetaria para frenar procesos intensos de alza en el precios de los activos, excepto cuando estos estén muy avanzados y hayan generado ya incrementos significativos de la tasa de inflación. Cabe esperar, sin embargo, políticas monetarias de signo expansivo cuando el auge deje paso a una contracción financiera, especialmente si ésta es fuerte y rápida. Tal asimetría en el tratamiento de la expansión y la contracción puede introducir un problema de «azar moral» y añadir más ímpetu a los auges, pero no es probable que el esfuerzo de las autoridades por restablecer la confianza y evitar los efectos negativos de una posible crisis financiera sobre la economía real suscite críticas capaces de desalentar dicha actuación expansiva.

2

Los problemas de la inestabilidad financiera y de su tratamiento en el mundo actual han quedado recientemente ilustrados, en los países industriales, por las fluctuaciones vividas, primero, en Japón, que conoció una fortísima expansión financiera en los años ochenta y su posterior desplome en los primeros años noventa y, más tarde, en Estados Unidos, cuyo auge financiero avanzó con fuerza creciente en la década de los noventa para dejar paso a una fase de fuerte debilidad desde mediados del año 2.000. Las consecuencias de ambas fluctuaciones condicionan, en buena medida, la situación actual de la economía mundial.

La economía japonesa registró, en los años ochenta, un período de intenso crecimiento real, apoyado en fuertes avances de la inversión y de la productividad, que situó la tasa de incremento anual del producto en torno a un 5% en la segunda parte de la década. A pesar de tan fuerte expansión, la balanza de pagos por cuenta corriente mostró una gran solidez y la inflación se mantuvo en tasas muy bajas, favorecida por el avance moderado de los salarios, al descenso en el

precio del petróleo, el bajo coste de la financiación, el crecimiento de la productividad y la fortaleza del yen. La inflación sólo comenzó a dar señales de tensión en 1989, ya muy avanzado el auge.

Japón conoció, paralelamente, una espectacular expansión financiera en los años ochenta: los valores bursátiles registraron una elevación superior al 400% y los precios de las viviendas mostraron una escalada casi tan fuerte como las acciones. Las familias se endeudaron intensamente con los bancos para adquirir acciones y viviendas con la garantía prometida por el valor creciente de unas y otras. Las empresas, por su parte, también aprovecharon las ventajosas condiciones financieras para emitir acciones y para endeudarse fuertemente a fin de ampliar su capacidad productiva y mejorar su tecnología. Así, la expansión financiera contribuyó a alimentar la presión de la demanda agregada de bienes y servicios.

Las autoridades mantuvieron, entretanto, una política monetaria laxa que alentó, sin duda, la expansión financiera y que solo comenzó a endurecerse en 1989, cuando inició, por fin, su subida la tasa de inflación. Las causas de aquella laxitud monetaria fueron varias. Por una parte, los demás países industriales —y, especialmente, Estados Unidos— veían con complacencia que Japón, cuyos excedentes, intensos y persistentes, de la balanza de pagos por cuenta corriente le habían convertido en el primer acreedor mundial, viviese un largo período de fuerte crecimiento que habría de contribuir —según esperaban— a un mayor equilibrio en los pagos internacionales. Por otra parte, las autoridades japonesas pensaban que los más altos ritmos de crecimiento real podían deberse a una mejora estructural de la economía que no se atrevían a dañar con el considerable endurecimiento monetario que podría requerir la contención de la expansión financiera, y menos aún mientras la tasa de inflación se mantuviera a niveles muy bajos. Desde la perspectiva actual, no cabe duda de que la política monetaria japonesa, con su tónica acomodante, fue inadecuada, especialmente en los últimos años del proceso de expansión.

El Banco de Japón procedió, finalmente, a elevar con fuerza sus tipos de interés en 1989-1990 y la burbuja financiera no tardó en explotar. En 1990, los precios tanto de las acciones como de la propiedad inmobiliaria iniciaron un desplome profundo y este fue el llamativo comienzo de una fuerte contracción de la economía que se expresó, en los años siguientes, en una rápida caída de las demandas de inversión productiva y en viviendas y del gasto de consumo y en una consiguiente desaceleración del producto que, en 1993, se situó en tasas de variación negativas. La política monetaria adoptó entonces una tónica más expansiva en un intento de contener la contracción, pero tampoco fue suficientemente enérgica en

esos años si se tiene en cuenta el margen de actuación que le ofrecía el repliegue de la tasa de inflación hacia cotas cercanas a cero.

El desplome financiero y la contracción de la demanda y la actividad reales dejaron, por lo demás, al descubierto un panorama sombrío resultante de los excesos, distorsiones y desequilibrios generados durante el proceso de auge. Las empresas —especialmente, las integradas en los grandes grupos industriales— registraban importantes excesos de capacidad y fortísimos endeudamientos, principalmente con la banca; también estaban intensamente endeudadas con los bancos las familias, que habían obtenido créditos con la garantía de acciones o de viviendas cuyos precios estaban descendiendo con rapidez. Como contrapartida, los bancos aparecían cargados de créditos de mala calidad y de carteras de acciones en proceso de intensa depreciación. En el auge, un mal sistema de regulación y supervisión había hecho posible que los bancos se adentraran en una fuerte expansión del crédito para la compra de bienes inmobiliarios con una subvaloración de los riesgos asumidos y había permitido que la articulación entre el Gobierno, los bancos y los grandes grupos industriales llevase a la acumulación, en los balances bancarios, de carteras muy pesadas de acciones y de créditos sobre empresas que implicaban unos riesgos potenciales muy elevados. El derrumbe cíclico activó esos riesgos y puso en evidencia la debilidad del sistema financiero japonés: los créditos impagados alcanzaban grandes proporciones al tiempo que el valor de las garantías se hundía, el valor de mercado de las carteras de activos bursátiles caía dramáticamente y la banca japonesa registraba, en consecuencia, una situación crítica.

Si la política macroeconómica y las políticas de regulación y supervisión financieras presentaron graves fallos durante la intensa fluctuación pasada, el comportamiento de una y otras tampoco ha sido brillante con posterioridad. La economía japonesa se ha instalado, desde 1993 hasta la actualidad, en una etapa de crecimiento muy lento en la que los amagos de recuperación han tenido una vida efímera y han ido seguidos pronto por la vuelta a una situación de cuasi-estancamiento o de recesión. Las dudas, vacilaciones y retrocesos que han rodeado a las políticas macroeconómicas han erosionado gravemente el potencial expansivo de una política monetaria que ha acabado llevando los tipos de interés nominales a niveles muy bajos —prácticamente nulos en los tipos a corto plazo— y de una política fiscal que, con el paso del tiempo, ha conducido los déficit públicos a porcentajes del PIB cercanos al 8,0% y ha situado la deuda pública en un 133% del PIB.

Paralelamente, la indecisión en el tratamiento de la crisis del sistema financiero ha hecho de ésta una gravísima rémora para la recuperación de la economía

japonesa. Los políticos, los banqueros y los gestores de grandes grupos industriales que presidieron la acumulación de los problemas han venido resistiéndose a reconocer la situación real. La reestructuración de las grandes empresas no financieras —sobreinvertidas y sobreendeudadas— está siendo muy lenta y el sistema público de regulación y supervisión financiero, a pesar de los cambios institucionales introducidos en 1998, continúa permitiendo prácticas perturbadoras. Los bancos siguen clasificando incorrectamente sus préstamos y valorando inadecuadamente las garantías depreciadas que los respaldan; y continúan defendiendo artificialmente sus cifras públicas de beneficios resistiéndose a provisionar en la medida adecuada y a dar de baja los créditos malos de sus balances. Hasta la publicación de nuevas normas el pasado mes de septiembre, los bancos se resistían a valorar a precios de mercado (en lugar de hacerlo a precios de adquisición) sus carteras de acciones —una parte de las cuales pueden contabilizarse como capital—. La situación «real» de los bancos japoneses no la conoce nadie: la estimación de los créditos malos ofrecida por la Agencia de Supervisión Financiera es la mitad de las estimaciones elaboradas por instituciones extranjeras, alguna de las cuales sitúa el volumen total de los créditos dudosos en torno a un sexto del PIB de la economía japonesa. Y el problema proyecta su sombra sobre el futuro: el esfuerzo de los bancos por defender sus resultados a corto plazo les ha llevado a cortar sus inversiones en nuevas tecnologías con perjuicio para su competitividad a mas largo plazo; y su temor a ampliar sus carteras de activos dañados les ha inducido a reducir sus créditos no sólo a las empresas tradicionales con graves problemas sino también a empresas jóvenes y prometedoras.

Sobre este trasfondo, el programa de reconstrucción financiera, elaborado para abordar la difícil situación mediante el cierre de bancos inviables, la ayuda masiva al saneamiento de algunos mediante la compra de activos dañados, la nacionalización de otros para sanearlos y reprivatizarlos más tarde, etc., ha avanzado con lentitud y en medio de fuertes polémicas relativas al elevado uso de recursos públicos que el programa entraña y al papel dominante que en él desempeña el sector público. Los políticos continúan dudando sobre la forma más adecuada de atacar el problema y soñando, al parecer, con una solución imposible que evitara tanto la inyección masiva de mas fondos públicos como el abandono de sus puestos por parte de muchos altos dirigentes bancarios con graves responsabilidades en la generación de la situación actual. El lento ritmo del proceso de reestructuración financiera y las vacilaciones que lo rodean, así como los reducidos márgenes de actuación de que disponen, hoy, en Japón, las políticas monetaria y fiscal, también objeto de graves dudas, alejan las perspectivas de recuperación de la economía japonesa que se encuentra, en estos momentos, en una fase de recesión —la tercera desde 1992— acentuada por una deflación de precios y por la desfavorable

situación internacional. Las previsiones más optimistas para el producto en el año 2002 apuntan a un crecimiento entre el –0,5% y el –1%.

La economía de Estados Unidos es mucho más potente y flexible que la de Japón, su política monetaria es mas enérgica y su sistema de regulación y supervisión financiera es mucho más eficaz y estricto que el japonés; todo ello no ha impedido, sin embargo, que Estados Unidos haya vivido una intensa fluctuación reciente cuya expresión financiera mas llamativa ha sido una oscilación muy fuerte en el precio de las acciones. Los hechos se han encargado así de refutar las posiciones de quienes consideraban, en los últimos años, que la economía norteamericana había alcanzado unas condiciones que la protegían frente a las fluctuaciones cíclicas y sus efectos perturbadores.

En efecto, los defensores de las ideas constitutivas de la denominada *Nueva Economía* pensaban que el aumento de la competencia resultante de los procesos de globalización económica y de desregulación de los mercados y la aplicación de nuevas tecnologías a temas tales como la gestión de existencias habían hecho más flexible la economía de Estados Unidos; que la política monetaria de estabilidad de precios de los bienes y servicios y la política fiscal orientada al equilibrio presupuestario la habian hecho más estable; que los avances tecnológicos —en especial, en los ámbitos de la informática y las comunicaciones— y la extensión de su uso a múltiples sectores de actividad estaban elevando sustancialmente el ritmo de avance de la productividad y, en consecuencia, impulsando un crecimiento vigoroso de la economía y conteniendo la inflación en tasas muy bajas; y que, como resultado de todo ello, esa economía dinámica, innovadora, flexible y estable había dejado atrás las fluctuaciones cíclicas y justificaba unas expectativas optimistas sobre los rendimientos de las acciones y unas bajas primas de riesgo capaces de suscitar alzas muy considerables de los valores bursátiles sin riesgo serio de provocar perturbaciones importantes.

El período de auge que la economía de Estados Unidos inició en 1992 se aceleró a partir de 1995, cuando las tasas anuales de crecimiento real del PIB se situaron por encima del 4% para alcanzar ritmos del orden del 5% a lo largo de 1999 y los primeros meses del año 2000. Durante esta etapa de expansión, la tasa de paro descendió hasta el 4% de la población activa, porcentaje dos puntos inferior al que se había venido estimando como tasa natural de paro o tasa no aceleradora de la inflación en la economía americana. El ritmo de inflación se redujo, paralelamente, hasta situarse por debajo del 2% en la segunda parte de los años noventa; sólo en 1999 inició un movimiento ascendente que había de conducirlo a una tasa del orden del 3,5% en el año siguiente. Y este período de auge, largo,

intenso y sin tensiones inflacionistas, se vió acompañado de una fortísima expansión financiera centrada en los precios de las acciones, que se multiplicaron por cuatro entre 1990 y los primeros meses del año 2000 para la agrupación S & P 500 y por casi diez para las acciones tecnológicas y mostraron un ritmo de avance especialmente intenso en los cinco últimos años de ese período, impulsados, básicamente, por las acciones de empresas de los sectores de alta tecnología. Tan fuerte elevación de los valores bursátiles facilitó, por los cauces que ya hemos comentado, la financiación de empresas y familias en los mercados y en el sistema bancario e indujo una mayor propensión al gasto de los hogares, contribuyendo así al avance de las demandas tanto de inversión como de consumo. Hay que señalar, sin embargo, que el precio de las viviendas subió menos que el de las acciones y que la expansión en el sector de la construcción fue menor, en términos relativos, que la registrada en Japón unos años antes.

Para los representantes de la llamada «Nueva Economía», el mayor ritmo de crecimiento de la productividad, atribuible al avance y a la extensión en el uso de las nuevas tecnologías, era —según hemos indicado— el factor básico para explicar el fuerte crecimiento del producto con bajas tasas de paro y de inflación en la economía norteamericana, especialmente a partir de 1995. La realidad de ese fuerte aumento en el ritmo de avance de la productividad y del carácter persistente, no puramente cíclico, que para él reclamaban los «nuevos economistas» fue objeto, desde luego, de largas discusiones: eran muchos e importantes los escépticos que no encontraban evidencia suficiente para aceptarla, pero fue abriéndose paso con el tiempo, hasta acabar siendo asumida —no sin algunas reservas— por la autoridad monetaria americana, es decir, por la Reserva Federal y su Presidente Alan Greenspan. Este afirmaba, en efecto, en el año 1999, que la evolución económica reciente de Estados Unidos no podía explicarse de modo satisfactorio sin hacer referencia al formidable impulso aportado por los sectores de nuevas tecnologías, aunque advertía que aún le parecía prematuro concluir que ello fuera a redundar en una mejora sostenida —no meramente cíclica— del ritmo de expansión productiva de la economía.

A pesar de la aceleración económica y financiera registrada a partir de 1995, la Reserva Federal no había endurecido su política monetaria por temor, sin duda, a quebrar un proceso que estaba impulsando el producto potencial con vigor y manteniendo la inflación en tasas muy bajas. Por otra parte, el descenso de la cuota de ahorro de las familias hacia cero a lo largo del período, el serio deterioro del saldo financiero anual del sector privado y su reflejo en un déficit abultado y creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente no parecían, a las autoridades, motivos de preocupación en una economía cuyo dinamismo atraía el ahorro

extranjero con intensidad, provocando una fuerte apreciación del dólar, y donde las cuentas públicas mostraban una evolución persistente hacia el equilibrio e incluso el excedente. Tampoco se pensaba que la protección de la estabilidad del sistema aconsejara frenar la expansión puesto que los intermediarios financieros no mostraban signos de fragilidad. Cuando las perturbaciones financieras que sacudieron la economía internacional en 1998 —especialmente, tras la crisis rusa y sus efectos de contagio— amenazaron con dañar el tejido financiero americano y provocar una crisis de liquidez, la Reserva Federal se apresuró a bajar sustancialmente su tipo de interés en los meses de octubre y noviembre. Superada la situación con rapidez, aquella reducción de tipos, que se mantuvo durante bastantes meses, otorgó un nuevo y último impulso monetario a la expansión financiera y real de la economía.

La actitud de la Reserva Federal sólo cambió a mediados de 1999. Alan Greenspan, que, hasta entonces, se había limitado a recomendar, reiteradamente, prudencia a los inversores, pasó a indicar su convicción de que los precios de las acciones registraban una sobrevaloración generalizada sobre los niveles que podían considerarse sostenibles. Esta opinión era cada vez más compartida, pero los precios de los valores continuaban subiendo. Al mismo tiempo, Greenspan se mostraba crecientemente convencido de que la expansión financiera estaba alimentando un exceso de demanda de bienes y servicios, de modo que la mejora de productividad, resultante de las nuevas tecnologías, estaba induciendo, a través de la elevación de los precios de los valores bursátiles, un crecimiento de la demanda agregada superior al avance de la oferta potencial, con graves riesgos para la estabilidad económica y financiera. Y así, la Reserva Federal decidió, finalmente, abordar un endurecimiento preventivo de su política monetaria que, iniciado en junio de 1999, elevó progresivamente el tipo de interés de intervención en un punto y medio porcentual en once meses.

Esta subida de los tipos de interés, junto con los efectos de la elevación del precio del petróleo iniciada en los primeros meses de 1999 y la sensibilidad propia de una muy larga expansión que había situado, en su última etapa, el crecimiento del producto y la inversión en tasas excesivas y las cotizaciones bursátiles en niveles insostenibles —especialmente, en los sectores de alta tecnología—, llevaron a un cambio profundo en el panorama de la economía americana. De hecho, el cambio fue bastante mas allá del «aterrizaje suave» de la economía que las autoridades esperaban inducir con su política monetaria: los precios de las acciones, tras alcanzar sus niveles más altos en los primeros meses del año 2000, iniciaron un movimiento de descenso que se acentuó en la segunda parte del año y persistió en el año 20021-afectando mas a los valores de los sectores de nuevas tecnolo-

gías que a los valores de los sectores tradicionales— en un clima marcado por continuos anuncios de las grandes empresas sobre caídas de beneficios y reducciones de plantillas; el producto real, por su parte, registró una desaceleración muy fuerte en el segundo semestre del año 2000 que continuó en el primero del 2001 hasta situar su tasa de crecimiento en la zona del 1%, mientras la inversión se hundía —especialmente, de nuevo, en los ámbitos de informática y comunicaciones— y el avance del consumo se veía amenazado por el aumento previsible en la tasa de paro.

El temor a que la desaceleración de la economía se hiciera más profunda y llevara a una recesión grave llevó a la Reserva Federal a iniciar, a comienzos de 2001, una política de rápidas y fuertes reducciones de su tipo de interés de intervención, que descendió dos puntos porcentuales y medio en los ocho primeros meses del año. El supuesto era que una política monetaria tan enérgica lograría, a pesar del grave deterioro de las expectativas y del inevitable retraso en el despliegue de sus efectos, frenar la contracción y reconducir el crecimiento de la economía hacia una senda estable del orden del 2,5% al 3% en un plazo no largo, apoyándose en el persistente impulso esperado de la incorporación de las nuevas tecnologías. El Presidente Bush, apenas comenzado su mandato, reforzó la política de reactivación mediante un programa, puesto pronto en práctica, de reducciones importantes de impuestos.

Los atentados terroristas del 11 de septiembre pasado y la evolución posterior de los acontecimientos generaron efectos negativos adicionales: generales, unos, porque las expectativas se vieron afectadas por el aumento de la incertidumbre, y concretos, otros, que dañaron a sectores particulares de actividad. La reacción de las autoridades americanas fue vigorosa: la Reserva Federal acentuó, con rapidez, el proceso de descenso de sus tipos de interés hasta situar el tipo de interés de intervención en un 1,25%, el nivel más bajo desde los años sesenta, y las autoridades fiscales, a través de reducciones de impuestos, incrementos de gasto y ayudas de emergencia, han completado un impulso fiscal que podría alcanzar el 1,5 del PIB en este año —el impulso más fuerte practicado desde 1975—. Esta combinación de políticas monetarias y fiscales, la más expansiva que se ha aplicado en contracción alguna de la historia americana, no logró detener la caída de la actividad en el tercer trimestre del 2001, pero si lo ha conseguido en el cuarto, llevando incluso a una tasa estimada de crecimiento interanual del 6% en los tres primeros meses de este año 2002. Esta última tasa ha contenido un componente muy importante de reposición de existencias, de modo que los trimestres inmediatamente posteriores registrarán tasas de avance más modestas. Los principales indicadores apuntan hacia una recuperación de la economía americana; pero, como enseguida veremos, ésta puede tardar aún varios trimestres en consolidarse.

3

Las economías de Japón y de Estados Unidos han vivido, en resumen, fluctuaciones cíclicas intensas con una diferencia de un decenio: la japonesa conoció su desplome en los primeros años noventa para dejar paso, desde entonces, a una etapa de estancamiento y recesión de la que aún no ha salido; la norteamericana inició, a mediados del año 2000, una fase bajista cuya intensidad ha sido limitada e incluso parece haberse detenido. Las semejanzas y diferencias entre ambas fluctuaciones dan pié para elaborar algunas reflexiones.

Una y otra fluctuación se han caracterizado por etapas de auge real intensas y de muy larga duración, alentadas por expansiones financieras muy fuertes que han estimulado y prolongado el impulso cíclico del sector real. En ambos casos, el auge ha ido acompañado de aumentos significativos en los ritmos de crecimiento de la productividad que —especialmente en Estados Unidos— han sido interpretados, en alta medida, como mejoras estructurales y no simplemente cíclicas. Y, en ambos casos, los precios de los bienes y servicios han mostrado una notable estabilidad que se ha mantenido hasta momentos ya muy avanzados del auge y que ha tendido a actuar como un factor de confianza y un estímulo adicional de la expansión. Las fases bajistas han puesto, en fin, de manifiesto, en uno y otro país, importantes desequilibrios y distorsiones acumulados en los períodos respectivos de auge, cuya corrección requiere reajustes costosos para que las economías puedan adentrarse en procesos de recuperación; pero la alta flexibilidad de la economía y una política económica más enérgica parecen haber acortado el proceso de recesión en los Estados Unidos.

La mayor diferencia en el panorama de los desequilibrios incubados durante el auge y aflorados, más tarde, en uno y otro país se refiere al estado de los respectivos sistemas financieros: básicamente sano el de Estados Unidos y afectado por problemas muy graves el de Japón. Esta diferencia refleja, a su vez, la existente entre las políticas correspondientes de regulación y supervisión financiera, exigentes y objetivas en Estados Unidos y débiles y sometidas a la influencia de la articulación Gobierno-bancos-grupos-industriales en Japón, donde consintieron una excesiva acumulación y concentración de riesgos en las instituciones financieras durante la etapa de expansión y donde han tendido, después, a disimular los graves problemas resultantes al tiempo que se han mostrado indecisas y lentas en cuanto a la forma de abordarlos. Las dificultades del sistema financiero serán, por tanto, previsiblemente, un obstáculo mucho menor a la recuperación económica en Estados Unidos que en Japón.

En cuanto a las políticas macroeconómicas —monetaria y fiscal—, las practicadas por Estados Unidos ante los primeros desarrollos de la fase bajista del ciclo han sido mucho más agresivas y rápidas que las instrumentadas en Japón. Sin embargo, en la etapa de expansión las políticas monetarias de uno y otro país fueron bastante similares: en ambos casos, la gran dificultad de estimar, con confianza, el grado en el que los precios de los activos aparecían desviados respecto de los «valores de equilibrio» justificados por los fundamentos básicos de la economía; la intuición, ampliamente compartida, de que las mejoras observadas en el ritmo de avance de la productividad tenían un carácter predominantemente estructural, no cíclico, y, por tanto, justificaban los altos rendimientos esperados de los activos y hacían potencialmente más negativo cualquier freno introducido en el proceso, y, en fin, el mantenimiento de tasas de inflación bajas y estables hasta muy avanzado el proceso de expansión alimentaron la resistencia de las autoridades monetarias de uno y otro país a endurecer sus políticas monetarias para moderar el auge.

La Reserva Federal ha respondido, para el caso americano, a la crítica de quienes señalan la asimetría, que juzgan excesiva, de su política monetaria —morosa en la contención del auge, enérgica en el esfuerzo por combatir la contracción— señalando que la asimetría es imputable a los mercados, no a la política monetaria; es decir, que los precios de los activos se elevan, habitualmente, de modo gradual, pero descienden a un ritmo mucho más brusco y que ello explica el distinto comportamiento de la política monetaria en el auge y en la contracción. Hay quienes, cercanos a los mercados, piensan que la actuación de la Reserva Federal hubiera debido ser aún más asimétrica porque estiman que el endurecimiento de la política monetaria entre 1999 y el año 2000 resultó excesivo y fue responsable de la posterior caída de los valores bursátiles y de la economía. Esta posición es difícil de sostener si se tienen en cuenta las presiones a las que estaba sometida la economía de Estados Unidos en el período de referencia: una mayor dilación en la actuación monetaria sólo hubiera conducido a un mayor recalentamiento de la economía y a una contracción posterior más profunda y duradera. Parece mas razonable criticar la política monetaria americana por lo contrario: por haber sido demasiado acomodante a partir de 1995 en su deseo de no perturbar una expansión que se consideraba sólidamente basada en avances intensos y persistentes de la tecnología y la productividad. Una política monetaria más estricta habría moderado la expansión económica y financiera y, con ella, los excesos y desequilibrios consiguientes, haciendo menores los ajustes posteriormente requeridos.

Las recientes fluctuaciones de Japón y de Estados Unidos —especialmente, esta última— han dejado, en definitiva, sobre la mesa el problema de en qué medida y en qué condiciones unas autoridades monetarias centradas en el mante-

nimiento de la estabilidad de precios de los bienes y servicios deberían decidirse a intentar moderar una expansión financiera que se haya adentrado, a su juicio, en el terreno de la «exuberancia irracional». El juicio de las autoridades estará siempre afectado por la incertidumbre, y su intento de preservar la estabilidad financiera —no siempre asegurada por la estabilidad monetaria— correrá el riesgo de generar efectos perturbadores contrarios a sus propósitos. Sin embargo, cuando los precios de los activos estén alcanzando niveles difícilmente compatibles con la racionalidad —es decir, difícilmente justificables desde una apreciación razonable de las variables fundamentales de la economía— y amenacen con proseguir su avance acumulando desequilibrios precursores de ajustes dolorosos, los riesgos de la inactividad de las autoridades pueden resultar mayores que los inherentes a su actuación.

Pocos consideran, hoy, inadecuadas las políticas monetaria y fiscal, fuertemente expansivas, que vienen desarrollando las autoridades americanas para combatir las fuerzas contractivas que pesan sobre su economía, especialmente desde los ataques terroristas del pasado mes de septiembre. Ahora bien, sin negar los efectos negativos de dichos ataques y de la incertidumbre posterior, las causas de las actuales dificultades son anteriores: se encuentran básicamente en los desequilibrios y desajustes económicos y financieros generados durante el auge excesivo de la segunda parte de los años noventa; y esos desequilibrios son capaces de entorpecer los impulsos expansivos de las autoridades y de dificultar la recuperación de la economía.

Las empresas registran importantes excesos de capacidad que sólo se están absorbiendo lentamente; además, están fuertemente endeudadas y sus beneficios han descendido mucho en el último año y medio y continúan cayendo; así que no es fácil que la baja de los tipos de interés consiga una recuperación rápida de la inversión empresarial, que aún registra un descenso del 5,5% anual. Las familias también se endeudaron fuertemente en el auge y se lanzaron al gasto de inversión en viviendas y de consumo, con su tasa de ahorro en descenso hacia cero; en estas condiciones de tensión financiera es sorprendente que las familias americanas hayan continuado endeudándose durante los últimos trimestres y hayan actuado como elemento básico de resistencia a la contracción de la economía con el avance de sus gastos de consumo y de inversión en viviendas. Pero el mercado de trabajo no ofrece buenas expectativas: la tasa de paro está alcanzando el 6% de la población activa —el porcentaje más alto desde 1994—; y no es claro que el descenso registrado en las cotizaciones bursátiles haya eliminado ya, plenamente, los excesos generados durante el auge financiero. Así que es posible que todo ello perturbe la resistencia mostrada, hasta ahora, por la demanda de consumo.

Las políticas fuertemente expansivas que se están aplicando han detenido la fase bajista de la economía americana; pero cabe dudar de que ésta registre una tónica de abierta recuperación en un horizonte muy cercano. Seguramente habrá que esperar más tiempo hasta que esa recuperación se consolide, favorecida por el mantenimiento de altos ritmos de crecimiento de la productividad.

En todo caso, si las políticas expansivas acelerasen artificialmente la recuperación, quedarían en pie algunos desequilibrios graves acumulados durante el auge: el bajísimo ahorro de las familias, el importante déficit financiero ahorro-inversión —ahora acentuado por la rápida eliminación del superávit presupuestario— y, en consecuencia, el elevado déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, situado por encima del 4% del PIB.

Las fases bajista tienen una función depuradora de los desequilibrios acumulados durante los auges precedentes. Impedir los ajustes desequilibradores y arrastrar las distorsiones hacia el futuro puede conducir, más adelante, a contracciones más importantes que las que se haya conseguido superar por medios artificiales excesivamente rotundos.

Si a lo anterior se suman la rapidez y la intensidad con las que la debilidad de la economía americana ha afectado al resto del mundo a través de las corrientes comerciales y financieras y de las expectativas, perdiendo así elementos exteriores de soporte, cabe dudar de que las políticas expansivas consigan la recuperación de la Economía de Estados Unidos en el plazo relativamente breve que muchos esperan. Ahora que parece haberse popularizado el lema: *Todos somos keynesianos,* conviene recordar: primero, que las políticas expansivas de demanda, adecuadas para frenar un proceso de contracción, no pueden reducir a voluntad los lentos procesos de reajuste necesarios para superar los desequilibrios heredados del auge y reconducir la economía a una senda de recuperación; y, segundo, que Keynes siempre recomendó políticas monetarias moderadoras de los auges excesivos para prevenir los graves males de las contracciones intensas.