

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1984



Nacionalismo económico e interdependencia internacional

El costo mundial de las opciones nacionales

Peter G. Peterson

Sala Dorothy Betts Marvin
Universidad George Washington
Washington

Domingo 23 de septiembre de 1984

CONFERENCIA PER JACOBSSON DE 1984

Nacionalismo económico e
interdependencia internacional
El costo mundial de
las opciones nacionales

Peter G. Peterson

Washington

ISSN 0252-3094

PRÓLOGO

La Conferencia Per Jacobsson de 1984, titulada “Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales”, fue pronunciada por Peter G. Peterson en la Sala Dorothy Betts Marvin de la Universidad George Washington, de Washington, el domingo 23 de septiembre de 1984. El señor Peterson es presidente de la firma bancaria mercantil de Peterson, Jacobs y Compañía.

William McChesney Martin, presidente de la Fundación Per Jacobsson, ocupó la presidencia de la reunión, cuyas actas se ofrecen en esta publicación.

Las conferencias Per Jacobsson, que se celebran anualmente, son patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson. La Fundación fue establecida en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el propósito de fomentar a nivel internacional, un análisis documentado de los problemas de actualidad en el campo de los asuntos monetarios.

Las conferencias se publican en español, francés e inglés y son distribuidas por la Fundación a título gratuito. Gracias a la colaboración de otras instituciones, en ocasiones también se publican versiones en otros idiomas. Para más información se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
PALABRAS DE APERTURA	
William McChesney Martin	1
NACIONALISMO ECONÓMICO E INTERDEPENDENCIA	
INTERNACIONAL: EL COSTO MUNDIAL DE LAS OPCIONES NACIONALES	
Peter G. Peterson	3
PREGUNTAS Y RESPUESTAS	
Peter G. Peterson	81
William McChesney Martin	83
NOTA BIOGRÁFICA	85
CONFERENCIAS PER JACOBSSON	86
PATROCINADORES ORIGINARIOS, JUNTA DIRECTIVA Y CARGOS	89

Palabras de apertura

William McChesney Martin

Deseo dar la bienvenida a todos a esta vigésima primera reunión de la Fundación Per Jacobsson con motivo de su conferencia anual. La reunión que hoy inauguramos tiene un significado especial porque marca nuestra mayoría de edad. Y, volviendo la vista sobre el camino recorrido, creo que los últimos 21 años han sido muy venturosos para la Fundación.

Es, por cierto, una ocasión feliz para todos nosotros porque nos depara la oportunidad de reunirnos con viejos amigos, de trabar nuevas amistades y de intercambiar ideas.

Querría empezar, como generalmente lo hago al iniciar estas reuniones, con unas palabras acerca de la Fundación. La Fundación descansa sobre una base financiera sólida. Sé que Per Jacobsson habría visto con buenos ojos nuestra situación financiera. Y esperamos seguir solventes por muchos años, aunque debemos ser cuidadosos y no extendernos en diferentes direcciones, ni emprender más de lo que podamos realizar.

La disertación que escucharemos hoy es muy estimulante. Antes de presentar al orador, permítanme referirme al título “Nacionalismo económico e interdependencia internacional.” Se trata de un tema de gran contenido intelectual, que abarca una amplia gama de ideas. Aguardo esta conferencia con gran interés y placer.

Per Jacobsson falleció hace 22 años, y esta serie de conferencias fue iniciada en su memoria para crear un foro en el que se pudiesen examinar cuestiones económicas internacionales.

Quiero también rendir homenaje a Marcus Wallenberg, uno de nuestros fundadores. Su hijo, Peter Wallenberg, que es miembro de nuestra Junta Directiva, nos honra con su presencia. Otro de nuestros fundadores, Eugene Black, conocido de casi todos ustedes, no ha podido asistir, pero envía calurosos saludos a todos. Eugene Black mantiene un vivo interés en las actividades de la Fundación. Hemos tenido noticias también de la hija de Per Jacobsson, Erin Jucker-Fleetwood. Ella es la autora de una biografía de su padre, a cuya publicación nosotros hemos contribuido. Las personas interesadas en la obra pueden dirigirse a la Secretaría de la Fundación.

La Fundación Per Jacobsson, cuya Junta Directiva tengo el honor de presidir, cuenta con poco personal pero el que tiene es muy eficaz. Frank Southard es el Presidente, y nuestros dos Vicepresidentes son Albert Gerstein y Gordon Williams. Gracias a la colaboración del Fondo

Monetario Internacional, contamos con los servicios de nuestro Secretario, Joseph Lang, y de nuestro Tesorero Michael Fitzpatrick.

Veo entre el público a muchos de los oradores que han hecho uso de la palabra en conferencias de años anteriores. Es un insigne honor para mí ser parte de este distinguido grupo.

Pasemos a presentar al orador de esta tarde. Somos muy afortunados en contar con su presencia. No sé de nadie que esté mejor preparado para hablar sobre este tema en la actual coyuntura de problemas económicos. Me parece que las dificultades que nos aquejan han sido creadas por la sobrevaloración de las monedas y por la irresponsabilidad fiscal, y que nos llevará mucho tiempo corregirlas. Muchas de nuestras conferencias anteriores fueron pronunciadas por eminentes ministros de hacienda y banqueros, y la de hoy sigue también esa tradición. Tenemos un orador con una carrera de gran distinción en círculos académicos, comerciales y gubernamentales.

El orador ha sido gerente de una empresa manufacturera cuando todavía era muy joven. Más tarde se dedicó a la banca mercantil, y ha tenido una actuación distinguida como Secretario de Comercio de los Estados Unidos. Junto con cinco ex secretarios del Tesoro de los Estados Unidos, es miembro fundador del Bipartisan Budget Appeal, un grupo de 500 destacados ciudadanos norteamericanos que han lanzado una campaña para reducir el déficit nacional. Ha recibido muchos galardones por sus actividades humanitarias. Es un auténtico ciudadano en el sentido más completo de la palabra. Tengo el placer de presentarles al señor Peter G. Peterson.

Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*

Peter G. Peterson

RESUMEN DE LA CONFERENCIA¹

I. Introducción

Durante los años setenta hubo muchos que empezaron a observar un comportamiento insatisfactorio de la economía estadounidense. Con objeto de encontrar las razones que causaban ese desmejoramiento, me sumé a la multitud de norteamericanos que observaban de cerca al Japón. Sin embargo, no centré mi interés en explicaciones por entonces populares que atribuían la prosperidad japonesa a, por ejemplo, la ética del trabajo, el grado de cooperación entre trabajadores y patronos, o las diferencias culturales frente a los norteamericanos. En cambio, me llamó la atención las opciones económicas fundamentales adoptadas y las medidas de política que las moldearon. Estudié el grado en que los japoneses ahorran e invierten en escala mucho mayor que la nuestra —en capital físico y humano— tanto con el sector privado como en el público. Esta comparación puso nítidamente de relieve hasta qué punto la sociedad norteamericana se había volcado a favor del consumo y del endeudamiento, y en contra del ahorro y de la inversión.

* Versión ampliada y revisada de la disertación oral del señor Peterson.

¹ Quisiera dejar constancia de mi agradecimiento a todos aquellos que dieron de su tiempo y conocimientos para ayudarme a preparar esta conferencia. Desearía expresar particularmente mi gratitud a Jason Benderly, Peter Bernstein, Mark Clark, Martin Feldstein, Steve Fenster, Larry Fox, Alan Greenspan, John Gutfreund, John Heimann, Bob Hormats, George Lamborn, Arthur Levitt, Jim Leisenring, Tony Solomon, Lee Spencer, Tony Terracciano, Dennis Weatherstone y Richard Zecher, por su valioso apoyo y comentarios. Asimismo agradezco profundamente la colaboración prestada por los miembros del Institute for International Economics [Instituto de Economía Internacional], entre ellos su Director, Fred Bergsten, así como Bill Cline, Stephen Marris, y John Williamson. También conté con la valiosa ayuda de Jim Capra, David Hale y Roger Kubarych. Jim Sebenius desempeñó un papel clave en la preparación analítica y expositiva del trabajo.

Al tratar de explicarme por qué habíamos seguido esa senda, fijé la atención en una importante fuente de consumo públicamente subvencionada: el programa de la Seguridad Social. Se trata de uno de los varios programas de creciente alcance social en que las prestaciones exceden con mucho el valor de las contribuciones al programa en beneficio no sólo de los pobres sino también del grueso de los beneficiarios: personas que se encuentran en los grupos de ingreso mediano y alto. Junto con fuertes aumentos del gasto militar y sustanciales reducciones de los impuestos, estos programas sociales produjeron déficit explosivos en el presupuesto federal, un ahorro negativo que ha drenado nuestro fondo de ahorro nacional, de suyo exiguo, agotándolo casi. En la primera parte de esta conferencia bosquejo esas tendencias y analizo la manera en que la opción nacional entre inversión o ahorro, que a primera vista parecería un problema económico de asignación de recursos, ha pasado a ser un despiadado problema de defensa de diferentes intereses creados.

II. El auge actual de la inversión y el consumo: ¿Milagro de la economía de oferta o Plan Marshall al revés?

¿Pero por qué adoptar este enfoque nacional y un tono preocupado ante un público cosmopolita cuando estamos en un período de auge económico? La razón del tono es sencilla: lo que ahora parece un auge oculta varios indicios graves de peligro económico. Y enfoco las políticas de Estados Unidos porque ellas ejercen una influencia tan poderosa —positiva y negativa— sobre el resto del mundo. Lo que es más importante, el éxito aparente de la economía por el lado de la oferta de la presidencia de Reagan está llevando a muchos otros países a preguntarse si no debieran adoptar a su vez medidas parecidas. En la segunda parte, por lo tanto, examino la recuperación en curso y descubro una realidad muy diferente de la pronosticada en 1981 por los economistas del lado de la oferta.

Es cierto que hay algunos aspectos muy positivos: la inflación, el desempleo, la inversión bruta, el crecimiento. Pero la perspectiva de los déficit presupuestarios tiene un aspecto invariablemente amenazante, a pesar de la abundancia de anteojos de color de rosa (“el crecimiento nos dará la solución”) y las panaceas bien intencionadas (la Reserva Federal aumentará la oferta de dinero, se volverá al patrón oro, se votará una enmienda constitucional que dispondrá el equilibrio del presupuesto).

Debido en parte al apetito voraz de crédito ilimitado del Gobierno federal, los tipos de interés reales se mantienen a niveles históricamente altos. Pero también examino algunos elementos mucho menos discutidos que contribuyen al elevado nivel de los tipos reales de interés: los recientes cambios en la legislación tributaria, así como las innovaciones financieras y la eliminación de la regulación.

Casi por accidente, estos cambios han aislado parcialmente a los Estados Unidos de algunos de los habituales efectos recesivos de los tipos altos de interés. Y estos cambios nos han permitido convenientemente recibir corrientes no previstas y sin precedentes de capital extranjero. Estas corrientes han engrosado la oferta interna de ahorro personal, que se ha estancado como porcentaje del producto nacional bruto (PNB), en el nivel en que estaba antes de la presidencia de Ronald Reagan. El capital extranjero que busca el dólar ha aumentado el valor de cambio de éste, de modo que actualmente importamos bienes a una tasa inigualada desde el siglo XIX, en que Estados Unidos era un país en desarrollo.

Aunque nuestros tipos de interés han militado en contra de la recuperación de la economía de otros países, nuestras importaciones han servido de estímulo en el exterior. De hecho hemos ayudado a los demás a salir de la recesión, y ellos, por su parte, nos han enviado grandes cantidades de artículos baratos y nos han prestado su ahorro para pagarlos. Estas entradas han permitido que Estados Unidos tuviese un auge de consumo y de inversión sin precedente, han evitado una verdadera escasez de crédito en este país, y han reducido sustancialmente la inflación interna. De manera que parece que estamos gozando del mejor de todos los mundos posibles, ¿pero cuánto puede durar?

III. *¿Hasta cuánto puede mantenerse el derrotero actual?*

Acumulación de deuda externa en Estados Unidos. Primero voy a presentar algunas conclusiones muy recientes de investigaciones realizadas, en que se sugiere que si el dólar se sostiene a los actuales niveles y no varían una serie de otras condiciones (en general favorables a Estados Unidos), para 1989 el déficit de balanza de pagos en cuenta corriente podría alcanzar casi el 5 por ciento del PNB. El máximo anterior, que fue de menos de 2 por ciento, ocurrió durante el auge ferroviario de Estados Unidos en los años setenta del siglo pasado. En esta escalofriante situación hipotética Estados Unidos trastrocaría su posición como principal acreedor del mundo que mantenía desde la segunda guerra mundial, y se endeudaría rápidamente en el exterior por un valor de \$1 billón, suma que es proporcionalmente igual a la situación media en que estaba un país en desarrollo fuertemente endeudado al estallar la crisis de la deuda.

Las presiones para deshacernos de esta deuda externa masiva (así como de la deuda interna) mediante la inflación podrían ser abrumadoras. Las consecuencias, en materia de política externa, de una superpotencia que se convierte en un gran deudor son inquietantes. Pero la propia magnitud de este conjunto de consecuencias adversas hace probable que el dólar perderá valor, quizá verticalmente, con lo que se produciría un vuelco de algunos de los elementos más deseables de la recuperación actual.

Presiones proteccionistas. Si bien la inundación del mercado con importaciones abarataadas por la fuerza del dólar ha reducido dramáticamente la inflación interna, ha puesto enorme presión sobre las industrias exportadoras de Estados Unidos, muchas de ellas defensoras tradicionales del libre comercio. Con déficit comerciales que están alcanzando los \$125.000 millones y que siguen creciendo, con casi 2,5 millones de oportunidades de empleo ya perdidas a las importaciones, podemos esperar una oleada de medidas proteccionistas, sobre todo si se llega a disipar la euforia que actualmente acalla ese sentimiento. La amenaza al sistema de comercio mundial planteada por esas contramedidas, de adopción casi segura, tiene su paralelo más cercano en los años treinta.

Deuda de los países en desarrollo. En relación con el grado en que cabe esperar que continúe el curso actual, otra cuestión de crítica importancia es si podrán solucionarse con éxito los problemas de la deuda de los países en desarrollo. Aunque hemos hecho progresos en este frente, presento algunos datos obtenidos de estudios que muestran lo reducido del margen de maniobra, es decir, cómo el sistema financiero mundial depende de la variación de unos pocos puntos porcentuales en el crecimiento o en los tipos de interés que, de producirse, harían que la situación de la deuda de los países en desarrollo se volviese incontrolable.

Vulnerabilidad del sistema financiero. El último conjunto de asuntos que planteo con respecto a la posibilidad de que nuestra trayectoria actual se sostenga por sí sola deja de lado las cuestiones de política macroeconómica y se ocupa de la vulnerabilidad microeconómica. Una recuperación sostenible que dependa de la liquidez y del crédito necesita también instituciones financieras sólidas. Pero al vislumbrar el panorama del sector financiero privado, me quedo sorprendido por una cantidad de episodios dramáticos recientes —piénsese, por ejemplo, en Financial Corporation of America, en Drysdale Government Securities, en Continental Illinois Bank, en el drama de los hermanos Hunt con sus compras de plata, etc.— junto con indicios generalizados de tensión.

Hay también nuevos elementos de vulnerabilidad que parecen surgir a medida que la desreglamentación deja en libertad de acción a los jugadores, y la competencia impone una intensa presión para obtener resultados lucrativos rápidos. Hay también otros factores que se combinan para sumarse al riesgo de aneurismas financieros que pueden trastornar el sistema: la globalización de los mercados financieros; la volatilidad sin precedentes de los tipos de interés y de los tipos de cambio; la proliferación también sin precedentes de nuevos instrumentos financieros, a veces poco comprendidos; la insuficiente capacidad de los gerentes, contadores y auditores frente a la mayor competencia y al cambio; la desaparición de las distinciones tradicionales entre los bancos comerciales, las instituciones de ahorro, las firmas de valores mobiliarios y las

compañías de seguro, así como un sistema regulador tradicional que es objeto cada vez más de medidas evasivas.

Yo veo con entusiasmo las posibilidades que se siguen abriendo en materia de desreglamentación, en los mercados a plazo y en innovaciones financieras en general; todo esto representa reacciones necesarias a un medio económico cambiante. Pero para que estos y otros cambios den por resultado máximos beneficios es indispensable que los mercados tengan incuestionable solidez. Además, la privatización de los beneficios no debería ir acompañada de la socialización de los riesgos, maridaje poco armonioso que a veces ocurre cuando se mantienen ciertas medidas de protección previstas por las regulaciones, en tanto que se hacen más flexibles las exigencias y obligaciones correspondientes. Los campos potencialmente problemáticos parecen abarcar una maraña de cuestiones en materia de regulación, declaraciones, contabilidad, auditoría y cuestiones de gestión interna. Me preocupa que nadie haya analizado estos problemas en forma integral. Por lo tanto, hago un bosquejo impresionista de los mismos —y luego recomiendo a las diversas partes interesadas que hagan un examen amplio— antes que suframos una embolia financiera fulminante que nos deje postrados, y antes que el Congreso de Estados Unidos, preso del pánico o de la ira, se vea arrastrado a una orgía de recriminaciones legislativas y de propuestas contraproductivas.

Mirando a la vez el micronivel y el macronivel, en la tercera parte examino repetidamente hasta qué punto puede ser sostenible el rumbo que seguimos. Algunos han dicho que la expansión económica de Estados Unidos es un milagro de las medidas económicas de oferta y están considerando la posibilidad de hacer lo propio. Pero una gran parte del auge actual de la inversión y del consumo depende de que el resto del mundo nos envíe dócil y pacientemente su ahorro y sus mercaderías baratas. Ya examine nuestro déficit en cuenta corriente con la creciente deuda exterior y el creciente proteccionismo que amenaza al comercio mundial, contemple la frágil paz que se ha pactado con el tercer mundo en el frente de la deuda, observe las presiones inminentes para monetizar la deuda externa e interna —que una vez más podría enviar los precios por las nubes— o analice la multitud de nuevos elementos de vulnerabilidad en el sector financiero privado, a mi juicio, seguimos un curso que no es sustentable a largo plazo.

IV. ¿Qué podemos y debemos hacer?

El cuadro no es por completo sombrío. Por el contrario, se ha avanzado firmemente en varios campos: la lucha contra la inflación, la preparación de salvaguardias para protegernos contra otra crisis del petróleo, la forma con que nos hemos abierto paso cuidadosamente a través del campo minado de la deuda de los países en desarrollo, y la forma en que se ha

inspirado un nuevo espíritu de aventura y una confianza indispensable en Estados Unidos.

Sin embargo, al abordar los tipos de propuestas que podrían remediar los elementos insustentables de nuestra situación actual, empiezo con una palabra de cautela. Como observó Henry Wallich hace 12 años desde esta tribuna: “Experiencia es el nombre que damos a errores pasados y reforma es lo que llamamos a los errores futuros.”²

Parece que estamos todos de acuerdo acerca de la necesidad de mayor “disciplina” en el sistema internacional, pero no aceptemos el concepto fácil de que inyectar disciplina —que significa dolor— puede administrarse simplemente con mecanismos externos, sean regímenes de cambios o instituciones internacionales remodeladas. Propondré algunas reformas que podrían inducir a los países y a nuestras instituciones financieras a seguir un derrotero más responsable. Sin embargo, las tensiones actuales que sufre el sistema económico internacional son fundamentales y abrumadoramente políticas. Por tentadora que sea la posibilidad de proponer una Segunda Conferencia de Bretton Woods, una nueva red de seguridad para la deuda de los países en desarrollo o alguna otra reforma audaz, éste no es el momento. Pero para reducir algunos de los riesgos del curso que seguimos actualmente, considero cierto número de propuestas.

Reducir la vulnerabilidad financiera. Creo que *un grupo de fundaciones debería apoyar un esfuerzo privado urgente y amplio para aclarar y ofrecer recomendaciones acerca de la índole real y la magnitud de nuestras vulnerabilidades financieras en el sector privado.* Si bien no creo que debería ser una iniciativa gubernamental, no deberá escatimarse esfuerzo alguno para lograr la cooperación pública y para que el proceso y sus resultados sean tenidos en cuenta seriamente por los poderes ejecutivo y legislativo. Esta tarea debería ser dirigida por un grupo de personas experimentadas de muy alta categoría de los sectores público y privado que hayan sido protagonistas importantes en las profesiones e instituciones correspondientes. En particular, deberán ser conocidos por su integridad, sus profundos conocimientos, amplias miras, deberán contar con el respeto amplio de sus colegas, y ser capaces de elevarse por encima de intereses localistas. Sugiero una serie de elementos para incluir en un convenio constituyente de ese grupo e insto a que se lo organice rápidamente, antes de que este conjunto de cuestiones se politice peligrosamente.

La deuda de los países en desarrollo y el desarrollo. Paso luego a examinar propuestas para abordar la deuda de los países en desarrollo y el tema general del desarrollo mundial. No soy optimista acerca de las posibilidades, sobre todo por razones de viabilidad política. A menos que

²Henry C. Wallich, *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan* (Conferencia Per Jacobsson de 1972, Washington, Fundación Per Jacobsson, 1972), pág. 4.

reduzcamos sustancialmente nuestro déficit presupuestario de \$175.000 millones y nuestro déficit en cuenta corriente de \$100.000 millones, y hasta tanto no lo hagamos, las perspectivas de toda nueva iniciativa importante serán escasas en el mejor de los casos. Sin embargo, veo un papel vital que puede desempeñar el liderazgo de los Estados Unidos en cierto número de campos específicos, el tipo de liderazgo que puede aceptar las realidades de nuestra condición fiscal.

Disciplina internacional. Todos estamos de acuerdo en que se necesita más disciplina en el sistema internacional para impedir que los países sigan obteniendo préstamos y haciendo gastos que pueden dañar a todo el sistema cuando el mercado, tardía pero brutalmente, termine por refrenarlos. Al igual que con las cuestiones de deuda de los países en desarrollo y del desarrollo económico, no preveo cambios fundamentales en las instituciones monetarias internacionales ni en los procesos, que puedan imponer una limitación suficiente a los grandes países. ¿Por qué Estados Unidos, por ejemplo, habría de prestar mucha atención a esas instituciones cuando ahora hace caso omiso de sus enormes déficit presupuestarios y comerciales? Con todo, examino algunas medidas limitadas para mejorar la supervisión económica internacional.

En particular, *propongo la creación de un organismo auditor, externo e independiente, sin carácter permanente, adscrito al Fondo Monetario Internacional (FMI), que pueda presentar testimonio a los gobiernos y hacer declaraciones públicas. Este organismo prepararía informes públicos anuales sobre los principales países "superavitarios" y "deficitarios"*.

Mejor comprensión de los flujos de capital. También recomiendo medidas para comprender mejor los determinantes microeconómicos de los flujos de capital, con el fin de aumentar nuestro conocimiento acerca de quién es el titular de qué activos, y por qué. Estos datos son necesarios para predecir los efectos reales de posibles modificaciones en los regímenes de cambio, en los códigos tributarios, o en los mecanismos de regulación que afectan, por ejemplo, al sector financiero privado. Es especialmente importante comprender estos factores antes que otros se precipiten a imitar las medidas de Estados Unidos.

Como paso para llegar a obtener esa comprensión, *recomiendo que un consorcio de instituciones privadas organice una conferencia general sobre las consecuencias internacionales de las diferencias en las políticas nacionales de tributación y reglamentación.*

Restablecimiento de la disciplina fiscal en Estados Unidos. Mis propuestas más importantes, sin embargo, son las que se refieren al restablecimiento de la disciplina fiscal en Estados Unidos. Este problema es demasiado grave para ser corregido con parches técnicos o con iniciativas financieras ingeniosas por parte de los banqueros. No; en el

fondo, se trata de un problema político de primera magnitud que solamente puede resolverse con una movilización política. Reseño cómo se fundó el Bipartisan Budget Appeal y cómo se lo amplió para crear la Bipartisan Budget Coalition, con participación más extensa, y cuyos miembros se están preparando para una campaña popular similar a la lanzada con todo éxito el año pasado por dos de sus miembros para anular una medida legislativa de retención de impuestos sobre los dividendos y los intereses. Sin embargo, el esfuerzo necesario para reducir nuestros ingentes déficit será mucho mayor.

Si Estados Unidos logra poner su situación fiscal en orden, el resto del mundo desarrollado y en desarrollo tendrá que tomar una serie de medidas complementarias macroeconómicas y comerciales. En la última parte de la conferencia, bosqueje esas medidas y esbozo las opciones bien claras que el mundo tiene por delante: una trayectoria cada vez más delicada y vulnerable y otra que conduce a un crecimiento real sostenido y a la prosperidad.

* * * * *

I. Introducción

Cuando empecé a preparar esta conferencia, recordé el histórico fin de semana en Camp David, un 13 de agosto de 1971, fecha en que un grupo de nosotros nos habíamos reunido para abordar lo que considerábamos una situación monetaria internacional insostenible. Todavía resonaba en mis oídos el consejo que me había dado antes mi profesor Milton Friedman, de la Universidad de Chicago, —como de costumbre, el consejo fue tajante— sobre si debía aceptar el nuevo cargo de ayudante del presidente Nixon para asuntos económicos internacionales. “Absolutamente no”, respondió Milton, “con tipos de cambios flotantes, el trabajo es innecesario y, sin ellos, el trabajo es imposible. Usted es demasiado joven para encargarse de un trabajo que es a la vez innecesario e imposible.”

En ese entonces las autoridades tendían a definir la economía del mundo en términos de *comercio*. No creo que ninguno de nosotros en ese grupo haya imaginado alguna vez un mundo en que las corrientes de capital decuplicarían o más las corrientes de comercio. Obsesionados por lo que considerábamos entonces una situación “totalmente inaceptable” —un déficit de \$2.000 millones en el comercio de mercancías en 1971— y preocupados por las medidas proteccionistas propuestas ese año al poder legislativo, el proyecto de ley Burke-Hartke, recordamos otro lema de la Universidad de Chicago: “Si no hay alternativa, no hay problema.” Nosotros considerábamos —correctamente, sigo pensando— que el

sistema fijo de Bretton Woods no era una alternativa viable en un mundo posterior a la *pax-americana*, y ciertamente no era viable en un mundo en que los elementos fundamentales del comercio, la inflación, la productividad, los costos de la mano de obra y los precios del petróleo evolucionaban cada vez más en contra de nosotros. Por ese motivo, en lo que se refería al “problema” de mantener o no el statu quo, no había problema.

Supongo también que en ese fin de semana de agosto nos reconfortábamos con la ilusión de que habíamos hallado un ajuste indoloro, quizás incluso mágico. Es posible que imagináramos que un dólar revinculado se deslizaría hacia abajo, sin que se apercibieran casi nuestros adversarios políticos o el público en general, y que la balanza comercial del país y el empleo concomitante se estabilizarían; se “equilibrarían”. *Ninguno* de nosotros imaginó la situación de hoy, un déficit comercial de más de \$125.000 millones, déficit de la balanza en cuenta corriente de aproximadamente \$100.000 millones, y *al mismo tiempo* el dólar alcanzando nuevas cotas todos los días.

Se produjo luego la crisis del petróleo, que fue un ejemplo más de nuestra incapacidad para ver lo que estaba en ciernes. Como embajador ambulante del presidente Nixon en esos asuntos, a principios de 1973, me consideraba un poco adivino por el “descubrimiento” de que el petróleo y la energía serían los nuevos temas de atención internacional para el resto del decenio. Llegué incluso a revelar las predicciones de otras personas —nunca arriesgando las mías propias— de que el precio del petróleo podría llegar a \$10 el barril.

Posteriormente, desde luego, todos hemos pecado de no haber previsto lo que se avecinaba; nunca tuvimos dudas, pero muchas veces estuvimos equivocados. Algunos nos convencimos de que un aumento real anual del 2 por ciento en el precio del petróleo era más o menos de rigor durante años y años. Otros, si puedo invocar una vez más el nombre de Milton Friedman, estaban seguros de que este cartel, como todos los carteles, acabaría por derrumbarse. Una vez pregunté a Milton Friedman acerca de su predicción muchas veces enunciada, expresada sin ambages, acerca del inminente desplome del cartel del petróleo, y respondió, con su habitual ecuanimidad, “Puedo estar errado en cuanto al momento, pero nunca en cuanto a la dirección.” Consciente de ello, haré algunas declaraciones sobre la dirección en que nos desplazamos, pero no acerca del momento en que irá manifestándose.

Por último, en lo que se refiere al tema de la deuda de los países en desarrollo, nuestra actuación, una vez más, no se caracteriza por el éxito. Algunos han pronosticado seis de las últimas tres crisis de la deuda. Al mismo tiempo, otros han declarado inequívocamente que la deuda de los países en desarrollo no es un problema en absoluto; el “mercado” se encargará de resolver todos los problemas de reciclaje. Pero, ¡oh,

desilusión! al leer el lúcido reportaje de Joseph Kraft sobre la solución de urgencia al problema de la deuda de México y el papel inesperado y crítico que desempeñaron en ella las instituciones del Gobierno de Estados Unidos, llegué a la conclusión de que el mercado puro, por lo menos como lo entendía yo desde mis días de estudiante en Chicago, no “resolvió” el problema³.

Teniendo en cuenta las lecciones aprendidas, que nos obligan a recapacitar, trataré de ser humilde pero sin dejarme intimidar, ser realista pero sin convertirme en Casandra, e indicar la dirección del desplazamiento pero no el momento en que ocurrirá. Debo agregar un poco más a esta última observación. En la actualidad nuestro sistema político parece incapaz de concentrar la atención seriamente en el futuro. A mi parecer, nuestros problemas económicos son fundamentalmente de largo plazo. Esta conferencia nos brinda por lo tanto una buena oportunidad de centrar la atención en la posibilidad de mantener a largo plazo nuestro derrotero, sin preocuparnos mucho del momento justo en que caerá el dólar o en que se iniciará la próxima recesión.

El hechizo de Japón desde los primeros años

Permítaseme remontarme un momento al pasado y adoptar una perspectiva un poco más lejana. Hace no muchos años, si se acudía a los círculos académicos, un tema popular en Estados Unidos era algo que se llamaba “crecimiento nulo”. Nunca se lo tomó muy en serio. Más bien, se lo presentaba como una especie de alternativa hipotética que permitía a los intelectuales evaluar distintos sistemas de valor. Pues bien, ocurrió algo gracioso en el transcurso. Si ustedes toman los años setenta y examinan el ingreso real por trabajador norteamericano, verán que prácticamente lo conseguimos; por mucho que no haya sido nuestro propósito, logramos un crecimiento casi nulo de 0,1 por ciento al año.

Nosotros los norteamericanos nos hemos acostumbrado a echar la culpa de nuestros problemas a los demás. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) fue el principal culpable durante gran parte del último decenio. Pero consideren ustedes el caso de Japón. He aquí un país que importaba el 99,5 por ciento de su petróleo, el 55 por ciento de sus alimentos y la mayor parte de sus recursos. Durante el mismo período en que Estados Unidos registraba un crecimiento nulo del ingreso por trabajador, Japón alcanzó una tasa positiva elevada de crecimiento del ingreso real, así como niveles mucho más bajos de desempleo y de inflación.

Japón registró además un extraordinario superávit comercial, a pesar de los enormes déficit que tenía que absorber por importación de petróleo, alimentos y otros recursos. Durante ese período, Japón aumentó su

³Véase Joseph Kraft, *The Mexican Rescue* (Nueva York, Grupo de los Treinta, 1984).

superávit en bienes manufacturados en un total espectacular de \$80.000 millones. Además, su balanza comercial en productos con un alto componente de tecnología —productos en los que nosotros dominábamos hace apenas diez años— es ahora un 50 por ciento mayor que la nuestra.

En vista de esta extraordinaria evolución, no es sorprendente que Estados Unidos se haya convertido en una nación de observadores de Japón. Muchos estudiosos han centrado su atención en distintas éticas japonesas, la ética del trabajo, la ética de la calidad, la ética de las relaciones entre trabajadores y patronos, la ética del ahorro, indudablemente todos importantes factores intangibles. Sin embargo, cuando yo observo a la sociedad japonesa, llego a la conclusión de que gran parte de la explicación del éxito logrado por ese país se debe a *realidades económicas fundamentales* y a la política pública. La economía del Japón es una de las más dedicadas al ahorro y a la inversión de todo el mundo, en tanto que nosotros hemos creado las tendencias más fuertes del mundo en favor del consumo y del endeudamiento. En 1982, por ejemplo, la deuda por ventas a plazos más la deuda hipotecaria ascendía al 5,5 por ciento del PNB de Japón. En Estados Unidos, ese mismo crédito destinado al consumo y a la compra de viviendas era casi diez veces mayor como porcentaje de nuestro PNB (48,2 por ciento). Pero examinemos más de cerca el historial de Japón en materia de inversión y ahorro.

La inversión: Comparación entre Estados Unidos y Japón

Durante los años setenta, los japoneses invirtieron el 9,8 por ciento de su PNB (descontada la depreciación) en nuevas instalaciones y equipo. Durante el mismo período, nosotros invertimos apenas el 3,4 por ciento de nuestro PNB. Durante ese período, por ejemplo, los japoneses instalaron unos dos tercios de todos los robots del mundo. (Todavía están encargando la construcción de la mitad de los robots que se fabrican en el mundo.)

De la misma manera, ha surgido un nuevo lugar común en Estados Unidos: “el desmoronamiento de la infraestructura”. Ha existido la idea, y es un mito, de que Japón no se interesa en su infraestructura pública. Miremos los hechos. Durante ese decenio, Japón dedicó el 5 por ciento de su PNB a nuevas inversiones netas en infraestructura pública. (Esta tasa es más de siete veces la nuestra, que apenas llega al 0,7 por ciento del PNB⁴.)

⁴Por supuesto, gran parte de la infraestructura que se financia privadamente en Estados Unidos (ferrocarriles, servicios públicos, comunicaciones, cadenas de televisión) recibe financiamiento oficial en Japón y en la mayoría de los demás países. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta esta diferencia, el hecho de que la tasa de inversión *privada* de Estados Unidos también se sitúa por debajo de la de Japón confirma la aseveración de que la inversión “pública” no es adecuada en Estados Unidos.

Si pasamos a un tipo de inversión a largo plazo muy importante —el capital humano e intelectual— como porcentaje del PNB, vemos que Japón gastó a una tasa 1,2 veces superior a la nuestra en investigación y desarrollo no relacionado con la defensa, y que gasta aproximadamente tres veces más que nosotros en capacitación y educación científica para sus hijos. Un número mucho mayor de alumnos en escuelas secundarias, por ejemplo, estudian cálculo y materias relacionadas con informática.

De manera que un aspecto fundamental de la situación de Japón es el de *inversión en el futuro económico del país*: en recursos humanos, capital privado y capital público.

El ahorro: Comparación entre Estados Unidos y Japón

Para alimentar esta tasa de inversión más elevada, los japoneses ahorran mucho más que los norteamericanos, de 1974 a 1980, por ejemplo, las unidades familiares japonesas alcanzaron una tasa neta de ahorro del 19,5 por ciento de su ingreso disponible, en tanto que la tasa media comparable en Estados Unidos durante los años setenta apenas llegó al 6,5 por ciento. En 1983 fue del 5 por ciento, y en 1984 ha subido a duras penas al 6 por ciento, aproximadamente.

¿Por qué ahorran más los japoneses? En cierta medida, el ahorro es una ética y una actitud, pero sólo en cierta medida. Más allá de esos factores, los japoneses tienen mucha más *necesidad de ahorrar*. En Japón, la compra a crédito de viviendas y de bienes de consumo duradero es difícil y exige efectuar pagos iniciales mucho más altos. En Estados Unidos, las leyes tributarias y el sistema bancario están fuertemente sesgados en favor del financiamiento del consumo. Por ejemplo, una familia japonesa que desee comprar casa no cuenta con ninguna de las ventajas que a nosotros nos conceden las leyes tributarias por pago de intereses hipotecarios (deducibles en su totalidad) y por impuestos sobre la propiedad. En el caso típico de un japonés, tiene que ahorrar por lo menos la mitad del precio total como pago inicial, en comparación con un 10 a un 15 por ciento en Estados Unidos.

Además, los planes públicos y privados japoneses de jubilación son relativamente parcos, y obligan a que los trabajadores ahorren más para los años de jubilación. Muchos creen que la Seguridad Social en Estados Unidos, que es un programa no capitalizado, tiene por objeto dar a cada jubilado que reúna ciertas condiciones, independientemente de su necesidad, un estipendio que alcance para cubrir la mayor parte de las necesidades vitales. Por lo tanto, la necesidad de ahorrar durante la edad activa se reduce.

Además, los japoneses han establecido todo un sistema que ofrece *incentivos* económicos expresamente para recompensar el ahorro y la inversión. En Japón, el ingreso personal derivado del capital (es decir, del

ahorro) paga impuestos muy reducidos o está completamente exento. La diferencia más evidente con respecto a Estados Unidos está en el trato conferido a las ganancias de capital. Japón, junto con la mitad aproximadamente de los países industriales, no grava normalmente las ganancias obtenidas por las personas físicas con la venta de activos financieros. Además, en Japón se exime de impuestos a los intereses recibidos por depósitos de ahorro hasta aproximadamente \$60.000, distribuidos entre cuentas postales, bancarias, bonos de empresas, y cuentas “fiduciarias de prestaciones al empleado”. En Estados Unidos, ese “ingreso no ganado” —frase singularmente desafortunada— estuvo sujeto a impuestos especialmente altos hasta hace poco y los incentivos tributarios de que goza actualmente siguen siendo relativamente escasos.

A diferencia de Estados Unidos, Japón encauzó el enorme volumen de ahorro disponible hacia la *industria*, gracias a una variedad de incentivos, entre ellos amplios diferenciales en los tipos de interés de los préstamos concedidos a la industria y a los consumidores. George Hatsopoulos calculó que, como consecuencia de esto y de otras medidas de política en campos afines, el costo del capital para las empresas japonesas era, en promedio, aproximadamente la mitad de lo que pagaban las empresas de Estados Unidos entre 1961 y 1981⁵. Hay por lo menos otros tres estudios que han llegado a conclusiones cualitativas similares⁶.

En Estados Unidos, desde luego, el empuje de muchas de nuestras políticas radica en la *palanca que ejerce el consumidor*. Además de las ventajas tributarias que mencioné antes, hemos establecido un mejunje de organismos federales o patrocinados por el Gobierno federal, que dan gran influencia a los compradores de viviendas, concediendo subsidios directos a la vivienda y garantizando préstamos. Por increíble que parezca, el número de préstamos para vivienda asegurados y garantizados por el Gobierno federal es más o menos *diez veces* el total de los préstamos y garantías federales concedidos al comercio y a la industria.

Ahora bien, es cierto que los japoneses nos enseñaron, o nos debieron haber enseñado, algo importante acerca de ciertos otros temas, como los conceptos de la colaboración entre empleados y patronos. El éxito japonés

⁵Véase el estudio de George N. Hatsopoulos, *High Cost of Capital: Handicap of American Industry* [El elevado costo del capital: Lastre para la industria estadounidense], patrocinado por American Business Conference y Thermo Electron Corporation (Waltham, Massachusetts, Thermo Electron Corporation, abril de 1983).

⁶Philip A. Wellons analiza la situación en “Competitiveness in the World Economy: The Role of the U.S. Financial System” [La competitividad en la economía mundial: Función del sistema financiero estadounidense] publicado en *U.S. Competitiveness in the World Economy* [La competitividad de Estados Unidos en la economía mundial], Bruce R. Scott y George C. Lodge, encargados de la edición (Boston, Massachusetts, Harvard Business School Press, 1985), págs. 358–62.

fue facilitado por el hecho de poder vender a importantes países, entre ellos a uno principal como Estados Unidos, que sigue una orientación contraria de política económica, sobre todo en lo que se refiere al grado de apertura de su comercio. Pero cuando alguien ahorra mucho más e invierte tres a cuatro veces más que otro en educación y en equipo que aumenta la productividad, hasta el más remiso debe extraer una importante enseñanza.

Cómo Estados Unidos se envió con el consumo

La historia nos ofrece algunas pistas importantes que explican la propensión de Estados Unidos a favor del crédito y del consumo. Después de la segunda guerra mundial, muchos de nuestros actuales competidores industriales reorientaron su política económica para promover la inversión y el ahorro que necesitaban para reconstruir su masa de capital. Al mismo tiempo, nuestras plantas y fábricas estaban intactas; lo que necesitábamos era una fuerte demanda de los consumidores para que las instalaciones produjesen al máximo de su capacidad. Parecía que la clave de la prosperidad a largo plazo de Estados Unidos consistía en ahorrar menos, endeudarse más, y gastar mucho en bienes de consumo producidos internamente. Y pusimos en pie poderosos incentivos para lograr esos objetivos.

En los años sesenta y setenta, la creencia de que el crecimiento económico de los Estados Unidos perduraría casi automáticamente se convirtió en virtual artículo de fe. Esto hizo posible la mentalidad de “podemos hacer y comprar cualquier cosa”, lo que se reflejó en una expansión espectacular del sector público. (En otros muchos países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, OCDE, se produjo una expansión análoga.) En poco menos de tres decenios, el gasto público de Estados Unidos aumentó en casi 15 puntos porcentuales como proporción del PNB. La fuerza arrasadora que impulsaba este crecimiento del gasto público fue un estallido de los pagos de transferencia, a los que correspondieron más de 9 puntos porcentuales de ese aumento; de hecho, los pagos de transferencia pasaron del 4,1 por ciento del PNB en 1954 a un asombroso 13,2 por ciento del PNB en 1982.

Aunque no soy economista, comprendí que no se puede simultáneamente consumir e invertir los mismos recursos. Por este motivo, cuando traté de determinar en qué se gastaban nuestros vastos recursos —en la medida en que no se destinaban a la inversión— mi atención se centró en el sesgo en pro del consumo de nuestra economía y en nuestra economía *política*.

Si examinamos por un momento el presupuesto federal global podemos ver en dónde ocurre una buena parte de ese consumo subvencionado. Las partidas de gasto más abultadas comprenden programas cuyos beneficios

no dependen de los ingresos de los beneficiarios, los llamados programas de prestaciones sin examen de la situación económica de los candidatos. En consecuencia, una parte importante de los beneficios que se derivan de esos programas favorece a los grupos de ingresos medianos y altos. Si se incluye la Seguridad Social, el seguro médico federal (Medicare), y otros planes de pensión de funcionarios públicos y de las fuerzas armadas, estos programas devuelven a los beneficiarios mucho más de lo que los contribuyentes aportaron, por lo que constituyen una forma de asistencia social o de subvención para *todos*. Estos programas absorbieron más del 40 por ciento del gasto del presupuesto federal en 1983. En 1985 alcanzarán un valor aproximado de \$360.000 millones. Han venido creciendo a una tasa compuesta de aproximadamente un 15 por ciento al año, desde mediados de los años sesenta. Consideren ustedes a las grandes compañías norteamericanas que más han crecido; no encontrarán una sola que haya crecido durante casi 20 años a una tasa compuesta del 15 por ciento. La cantidad de dinero que se destina a estos programas de prestaciones es más o menos diez veces más que lo que todas las compañías norteamericanas gastaron en sus actividades de investigación y desarrollo, que es lo que exige nuestra *retórica* política. Actualmente tenemos \$7 billones de pasivos para los que no se han asignado fondos, correspondientes a los programas de prestaciones más importantes —Seguridad Social, Medicare, así como a las jubilaciones de los empleados públicos y de los miembros de las fuerzas armadas— con derecho a beneficios que no guarda relación con su situación financiera. Esto significa una deuda de \$30.000 por cada estadounidense, cantidad astronómica que, sigilosamente, estamos traspasando a nuestros hijos.

Cuando analicé los programas de Seguridad Social, de jubilación y otros varios programas de transferencias, quedé sorprendido por la distancia que hemos recorrido al pasar del concepto de asistencia para los pobres a un tipo de asistencia para un grupo tras otro de intereses especiales, hasta terminar con un sistema que favorece prácticamente a todos. Nuestra economía ha llegado a parecerse a una gigantesca máquina expendedora, en la que pasamos una cantidad enorme de tiempo concediendo acceso privilegiado a grupo tras grupo, sin pensar nunca en cómo mantenerla y reponer sus recursos. Las coaliciones simbióticas que se formaron y afianzaron —los expendedores legislativos y los beneficiarios que, contentos con su situación de dependencia prestaban su apoyo político— han convertido nuestra dicotomía nacional de inversión-ahorro, que a primera vista se presenta como un problema *económico* de asignación de recursos, en un problema brutal de intereses *políticos* de grupo.

Los enormes déficit son producto de esas tendencias hacia un consumo públicamente subvencionado, no hacia la inversión pública, cuyo volu-

men ha sido relativamente escaso. Y esos déficit representan un ahorro negativo, que drenan nuestro fondo de ahorro nacional, de suyo exiguas, agotándolo casi.

Dada mi preocupación por el bienestar a largo plazo de la economía estadounidense y la necesidad que ésta tiene de ahorro e inversión, era natural que comenzase por considerar la economía política del gasto deficitario. He intentado comprender y hallar la forma de alterar la situación política predominante, que muestra un talento sin igual para distribuir los recursos (placer) pero queda virtualmente paralizada a la hora de distribuir el inevitable sacrificio económico (dolor).

Y, al preparar esta conferencia, comencé a evaluar más cuidadosamente esas políticas de Estados Unidos en un contexto internacional, que es algo que nosotros los estadounidenses rara vez hacemos. Para muchos de nosotros, los tipos de cambio son algo que nos viene a la mente sólo cuando viajamos. Y muy pocos de nosotros hemos viajado mucho: recuerdo que Wilbur Mills, presidente del poderoso Comité de Medios y Arbitrios de la Cámara de Representantes, se ufana de que nunca había estado en Europa, y esto ocurría a principios de los años setenta.

Al examinar la situación actual, he quedado más convencido que nunca de que las políticas de Estados Unidos empujan al mundo a un ritmo insostenible. Esto me lleva a una analogía internacional de las cuestiones que me han preocupado más acerca de cómo controlar el enviciamiento de mi país con el endeudamiento y el consumo. Además, el sistema monetario internacional da mucho ámbito a los países —sobre todo a los grandes como Estados Unidos— que quieren continuar pidiendo prestado y gastando. Investigaré la forma en que el sistema podría poner coto a esa actividad *antes* de que el mercado lo haga —con resultados infaustos para todos.

¿Pero por qué ser tan pesimistas? ¿Acaso no estamos atravesando un auge económico sin precedentes? Y, de ser así, ¿no deberían otros adoptar las medidas económicas defendidas por el Gobierno del presidente Reagan, como algunos lo están considerando seriamente? Para contestar a estas preguntas, necesitamos examinar más de cerca la índole de la expansión en curso. ¿Se trata de un milagro de la economía de oferta, o es otra cosa?

II. El auge actual de la inversión y el consumo: ¿Milagro de la economía de oferta o Plan Marshall al revés?

Según todas las apariencias, la expansión económica de Estados Unidos se destaca vívidamente en el panorama económico mundial. Con un crecimiento real del PNB, en el segundo trimestre, de un 7,1 por ciento, y

una tasa de inflación anual al lento ritmo de un 3,3 por ciento (medida por el deflactor de los precios del PNB), y con un desempleo que se sitúa en el 7,4 por ciento, casi dos puntos menos que hace un año, nuestra economía despierta la admiración y la envidia de todo el mundo.

Con esta fuerte recuperación económica, algunos economistas de la escuela de las medidas de oferta se jactan del éxito de su política y dicen que la doctrina económica de Reagan es un éxito total. ¿Tienen razón? Para responder a esta pregunta, debo aclarar primero lo que al parecer significaba exactamente la frase comodín de “doctrina económica de Reagan” o “Reaganomía”. Si bien por Reaganomía se entiende ahora una reducción de los impuestos, un aumento de los gastos de defensa, el apoyo a las medidas antiinflacionarias de la Reserva Federal, o la desreglamentación, me limitaré a referirme a la fórmula original de medidas económicas de oferta que el Gobierno adoptó a principios de 1981 y que consistía principalmente en la reducción de los impuestos sobre la renta de las personas físicas. Esa reducción habría estado ligada a una importante caída del gasto público no destinado a defensa. La fuerte reducción de los impuestos sobre las empresas era una cuestión separada acerca de cuya necesidad los republicanos, los demócratas, los liberales y los conservadores del Congreso estaban virtualmente de acuerdo.

En marzo de 1981 el Gobierno sostenía que los déficit no aumentarían con la reducción de los impuestos y que el presupuesto quedaría equilibrado en 1984 —debido a que el rápido crecimiento económico contrarrestaría con creces los efectos de las reducciones tributarias. Los \$175.000 millones que registra el déficit este año desmienten elocuentemente esa aseveración.

Por lo que se refiere al valor efectivo de nuestra expansión económica, se pronosticó que el crecimiento acumulativo entre el primer trimestre de 1981 y el tercero de 1984 sería del 15,2 por ciento; después del trauma económico de la recesión más severa desde los años treinta, la economía ha crecido de hecho en un 9 por ciento, menos de dos tercios del valor proyectado.

Se decía que un aumento explosivo en el ahorro personal contrarrestaría las consecuencias económicas de cualquier déficit. Aunque el ahorro personal *como porcentaje del ingreso disponible* ha aumentado algo, la medida más pertinente para fines del análisis económico es el ahorro personal *como porcentaje del PNB*. Esta última relación, en lo que va del año, se ha mantenido virtualmente *sin variación* con respecto al nivel de 4,2 por ciento observado en 1980, antes de que ocurriera la revolución de las medidas económicas de oferta. Este resultado es un punto porcentual más bajo que las proyecciones originales. El nivel bruto del ahorro de las empresas efectivamente ha aumentado, como lo ha hecho la inversión privada fija bruta excluida la vivienda, sobre todo para las estructuras de

carácter menos permanente. Sin embargo, nuestra tasa de inversión *net*a (deducidos la depreciación o el consumo de capital) fue de solamente el 2,8 por ciento del PNB en el segundo trimestre de 1984, es decir, muy por debajo de las tasas netas de aproximadamente 3-4 por ciento que predominaron en los años setenta y de las tasas de inversión *net*a de 4-5 por ciento que se alcanzaron en los años cincuenta y sesenta.

Se pronosticó que los tipos de interés *reales* (para los pagarés de tres a cinco años de plazo) serían del 3,3 por ciento en el tercer trimestre de este año; de hecho, subieron el 8,1 por ciento —que es más del *doble* del nivel proyectado. Se decía que un aumento espectacular de la productividad y la competitividad nos darían un superávit neto del comercio de más de \$65.000 millones (en dólares de 1984); nuestro *déficit* comercial de más de \$125.000 millones sugiere que algo ha fallado. Todo esto es lamentable; nada hay más triste que una hermosa teoría aporreada por una pandilla de realidades.

Sin embargo, nuestro reciente brote de crecimiento, la baja tasa de inflación, el incremento de la inversión y el aumento del empleo, presentan un cuadro de color de rosa, aunque ello no se deba por completo a las fórmulas de las medidas de oferta. Para desenredar la maraña de causas, analizaré primero algunos de los defectos que veo en los resultados, a saber, los *déficit* y los tipos de interés reales. Así marcamos el camino hacia un examen más detallado de lo que está detrás, verdaderamente, de nuestra reciente evolución económica, y ello nos permitirá ofrecer una advertencia a nuestros posibles imitadores.

Siempre hubo buenas razones para admirar a Estados Unidos, pero, ya sea el descubrimiento por Ponce de León de la fuente de la juventud en Florida o las noticias de que las calles de California están pavimentadas con oro, más vale ser algo incrédulos hasta que se confirme. Si bien hay mucho que emular, la adopción sin reservas puede no ser aconsejable, ciertamente no lo será hasta que comprendamos más claramente las causas.

La sombría perspectiva presupuestaria de los Estados Unidos: Expresión pública de nuestra propensión al endeudamiento y el consumo

A pesar de la recuperación cíclica, nuestros *déficit* son alarmantes. Para el ejercicio de 1985, con arreglo al plan original del presidente Reagan, debíamos obtener ingresos fiscales equivalentes a aproximadamente el 19 por ciento del PNB, y lo hemos conseguido. Por el lado del gasto, no hemos alcanzado nuestra meta (también 19 por ciento del PNB), lo que habría dado como resultado un presupuesto equilibrado. En cambio, el gasto alcanza actualmente niveles sin precedente, entre el 23,5 por ciento

y el 24 por ciento del PNB. Así pues, en 1984 el Gobierno debe pedir prestado aproximadamente un dólar por cada cinco dólares que gasta. Este déficit representa entre el 4,5 y el 5 por ciento del PNB, en comparación con un nivel del 1 a 2 por ciento, que sería lo característico en esta coyuntura.

Los déficits han entrado en un círculo vicioso. El pago de los intereses sobre la deuda que se está acumulando se duplicará entre 1981 y 1985. Tan solo el mayor costo de los intereses ha contrarrestado ya toda la reducción del gasto no relacionado con la defensa conseguida hasta ahora por el Gobierno del presidente Reagan. Para 1989, el valor de los intereses pagados llegará probablemente a más de \$200.000 millones, lo que significa que del 2 por ciento del PNB en 1980 habrá pasado a casi un 4,2 por ciento en 1989. El 20 por ciento del presupuesto federal se dedicará al pago de intereses.

Con cinco años deficitarios a razón de \$200.000 millones al año la deuda nacional en manos del público se elevará a más de \$2 billones, lo que significa que 1 punto porcentual de aumento de los tipos de interés agregaría anualmente \$20.000 millones o más al déficit. La tendencia global ascendente de la deuda de Estados Unidos es nefasta. Durante más de 20 años la relación entre la deuda del sector no financiero y el PNB en Estados Unidos se ha mantenido en aproximadamente el 1,4. En el segundo trimestre de 1984 alcanzó un máximo sin precedente de 1,53. Es este brusco aumento de la deuda y del pago de intereses, más que el déficit de un año determinado, lo que realmente es motivo de preocupación para la salud económica a largo plazo.

Lentes de color rosa: “El crecimiento nos dará la solución”

Enfrentados a estas sombrías proyecciones, hay muchos de nosotros —sobre todo nuestros políticos— que se niegan a creer. Es decir, si el problema no existe, no hace falta una solución. Una de las versiones más comunes de este síndrome es declarar que “el crecimiento nos dará la solución del déficit.”

Lo que empaña ese par de lentes de color rosa, es que tenemos una circunstancia fundamentalmente nueva en este caso, no sólo en la magnitud sin precedente de los déficits sino en que esa magnitud se alcanza *en esta fase de la recuperación*. Nuestro vocabulario fiscal cuenta con un nuevo adjetivo: *estructural*. Hasta ahora, generalmente los déficits de Estados Unidos han sido fenómenos cíclicos, que aumentan con una recesión y disminuyen durante las recuperaciones. Sin embargo, ahora forman parte intrínseca de nuestros planes de gasto, aun suponiendo una recuperación y “pleno” empleo (6,5 por ciento de desempleo).

Por ejemplo, James Capra (consultor sobre presupuestos, Bipartisan Budget Appeal, economista de Shearson Lahman/American Express, y

pronosticador increíblemente certero) estima que el déficit presupuestario crecerá de aproximadamente \$185.000 millones en 1985 a más de \$200.000 millones durante el resto del decenio, situándose en \$237.000 millones en 1989. Su pronóstico del déficit para 1989 está un poco por debajo del elaborado por la Oficina Presupuestaria del Congreso, y por encima de la proyección preparada por el poder ejecutivo. La estimación de Capra no se basa en supuestos pesimistas: en sus cálculos, el PNB real crecerá entre el 3 y el 3,5 por ciento anual durante el resto del decenio, no se verá afectado por ninguna recesión, la inflación se mantendrá en alrededor del 5 por ciento, y los tipos de interés a corto plazo caerán de sus niveles actuales a aproximadamente el 9 por ciento.

De conformidad con la práctica que se sigue en la preparación de pronósticos económicos, ninguna de las proyecciones usuales de déficit incluye un período de recesión durante los próximos cinco años. Pero supóngase que la economía entra en recesión durante un año a partir del tercer trimestre de 1985, y que el PNB real cae en 2 puntos porcentuales desde su punto máximo al mínimo. Incluso con una recuperación del crecimiento real del 6 por ciento en los dos años siguientes, el déficit aumentaría a niveles entre \$250.000 y \$300.000 millones para fines del decenio. Aparte de sus efectos cíclicos, ese mayor endeudamiento se sumaría al componente estructural del déficit; el aumento de la deuda pública causado por los déficit provocados por la recesión impondría un nivel de tipos de interés permanentemente más altos que la recuperación no lograría eliminar.

La solución basada en el crecimiento presupone un auge ininterrumpido y vigoroso que nos saque del déficit. Para llegar a un déficit de "únicamente" \$30.000 millones en 1989, tendremos que combinar tasas de crecimiento real de casi un 6 por ciento durante siete años consecutivos; el desempleo tendría que situarse en el 2 por ciento, la inflación en el 3,5 por ciento, y los tipos de interés en el 5 por ciento. Si ustedes se creen eso, quizá les interese comprar los pasajes que vendo para ir a visitar Jauja⁷.

⁷Supongo que Martin Feldstein, ex presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Reagan, no sería uno de los posibles viajeros. Tras efectuar un análisis detallado de la cuestión, tuvo la temeridad de declarar en *Economic Report of the President* [Informe económico del Presidente] de 1984 (pág. 36) que "en este momento, sería prudente suponer que el crecimiento económico por sí solo no logrará eliminar los déficit". Feldstein renunció luego, y el Gobierno volvió a reafirmar su impresión de que en algún momento "las curvas se cruzarían" porque, gracias al crecimiento económico, el ingreso fiscal sería igual al gasto. Así que me sorprendió leer el comentario de William Niskanen, miembro del Consejo de Asesores Económicos, publicado en el *Washington Post* del 11 de noviembre de 1984, pág. G4, en el cual declara que "[aquí en la capital] hay quienes opinan que podemos superar nuestras dificultades por la vía del crecimiento económico sin vernos obligados a adoptar ninguna decisión difícil. Me gustaría creerlo, pero no lo creo." Me parece que tampoco le vendemos un billete para Jauja.

La verdad es que, sencillamente no contamos con los recursos materiales para eliminar el problema del déficit confiando tan solo en el crecimiento. Tratar de seguir ese curso de acción significaría realmente que procuraríamos resolver el problema por el camino de la *inflación* y, como los inversionistas han aprendido las lecciones en materia de inflación, los tipos de interés subirían por las nubes, y la recesión sería inevitable. ¿Qué otras soluciones indoloras se nos ofrecen? Aparte de que contamos con abundantes negativas de que el problema no existe, siempre nos quedan las panaceas.

Panacea No. 1: La Reserva Federal debería ser menos estricta

Algunos liberales y, sorprendentemente, otros que hacen suyas las ideas de un conservadurismo fiscal, han hallado lo que consideran como escapatoria que no les causa dolor. Bastaría, sugieren, que la Reserva Federal fuese un poco menos estricta, para que el problema del déficit se resolviese por sí solo. En efecto, lo que han venido diciendo es que debiéramos combinar la política fiscal menos estricta de la historia con una política monetaria más flexible. Si esto llegase a ocurrir alguna vez, el dictamen de los mercados financieros se leería en las cotizaciones de la Bolsa, instantáneamente, a escala mundial, en forma tajante. En ese caso, algunos de los que ahora propugnan un estímulo monetario, independientemente de la orientación de la política fiscal, podrían echar la culpa a los mercados. Eso sería como el hombre obeso que culpa de su gordura al camarero, o quizás a la balanza del cuarto de baño.

Panacea No. 2: El retorno al patrón oro

Otra cura indolora que se nos propone para nuestros excesos fiscales es, en este año de las Olimpiadas, la quimera del oro. En Wall Street utilizamos una frase poco elegante —por lo menos para este distinguido grupo— la llamada “prueba del olfato” cuando nos hacen propuestas de este tipo: si huele demasiado bien, tápate las narices.

He tratado de seguir los escritos y las enseñanzas de nuestros discípulos partidarios del oro, algunos de los cuales gozan de íntimo acceso a círculos muy elevados. ¿Cuál es el sentido de alguno de sus argumentos? Nos prometen una especie de Nirvana económica —el más prolongado auge, sin inflación, desde que comenzó la Revolución Industrial. Nos tientan con visiones de un 8 por ciento de crecimiento del ingreso real durante cuatro años, más o menos, después un decenio entero de crecimiento económico a un promedio del 6 por ciento anual, títulos de deuda a 50 y a 100 años de plazo a un tipo de interés entre el 3 y el 5 por ciento, extraordinario incremento de la inversión y solución al problema del déficit sin reducciones del gasto, gracias al crecimiento económico y a

la caída de los tipos de interés. De hecho, al ir creciendo gradualmente el superávit presupuestario se reduciría la deuda pública. Y todo esto de un plumazo constitucional. Este enfoque parece aún mejor que el simple remedio de “crecer para dejar atrás el déficit”. ¿O se trata quizá de una Olimpiada monetaria que debiéramos boicotear?

Para ser eficaz, el patrón oro tendría que provocar una transformación radical de nuestra forma de pensar. Pero ¿quedarían convencidos los mercados? Hemos abandonado el patrón oro antes, igual que otros, como el Reino Unido. Tratar de volver irrevocablemente a ese patrón, como lo ha dicho Herbert Stein, equivaldría a “tratar de meter en el tubo el dentífrico que se ha salido”. Con lo extravagantes que hemos sido con la política fiscal, ¿apostarían ustedes sus bienes por una propuesta de este tipo que, al parecer, lograría instantánea y permanentemente la disciplina económica?

Como tantas otras curas que supuestamente no causan dolor, sin la voluntad política para establecer la disciplina monetaria y fiscal necesaria para mantener el patrón oro, es indudable que nos retractaríamos. Y estaríamos en una situación peor por haber intentado apoyar esa idea con la credibilidad nacional.

Si tuviésemos la voluntad política para atenernos a las consecuencias del régimen fiscal que supone el patrón oro, este no nos haría falta. Efectivamente, dentro del caballo de Troya que nos promete una edad de oro encontraríamos una etiqueta con el precio en disciplina fiscal que sin duda sería muy oneroso. Pero si estuviésemos dispuestos a pagar el precio, podríamos obtener resultados mucho mejores sin tener que recurrir al oro en un mundo lleno de cambios y sorpresas. El metal amarillo es un instrumento torpe. Y el oro es una mercancía demasiado volátil para basar en él nuestra oferta monetaria.

Panacea No. 3: Enmienda constitucional para un presupuesto equilibrado

El hermano mellizo celestial del patrón oro —la enmienda constitucional para un presupuesto equilibrado— se ve aquejado de un problema similar, aunque los defensores de esa enmienda han acertado exactamente en señalar cuál es el problema: la falta de responsabilidad fiscal. Sin embargo, si contásemos con la voluntad y la disciplina política, no necesitaríamos realmente la enmienda y podríamos emplear instrumentos económicos más refinados; sin la voluntad necesaria, iniciaríamos sin duda toda clase de medidas evasivas (partidas extrapresupuestarias, rubros no contabilizables) e infringiríamos reglas artificiales que resultarían ineficaces ante nuestra falta de disciplina política.

Además, es necesario *ahora* adoptar urgentes medidas fiscales. Sería penoso que la energía, buena voluntad y talentos considerables de los partidarios de un presupuesto equilibrado no se destinasen también a detener la hemorragia fiscal. Si aguardamos hasta que se convoque una asamblea constitucional podríamos perder de vista las graves dificultades actuales, y desperdiciaríamos un tiempo valioso más la oportunidad excepcional de tomar las medidas durante una fase de expansión económica.

Por último, me permitiré manifestar lo siguiente con respecto a todas estas panaceas. Sus partidarios son muy elocuentes al referirse a los beneficios que reportará una política económica adecuada, pero es muy revelador que no mencionen en absoluto la *forma* en que se alcanzarían esos fines, a saber, creando graves dificultades de carácter fiscal al reducir drásticamente el incremento del consumo, con objeto de potenciar un mayor consumo en el futuro con el advenimiento de un período de crecimiento económico duradero.

A mi juicio, el resurgimiento de estas panaceas y otras similares pone de manifiesto la división existente entre los que formábamos parte de los llamados “conservadores en materia fiscal”. Ahora se ha formado un grupo partidario del optimismo, el crecimiento económico y el placer. Los temas dolorosos como reducción específica de ciertos gastos o los impuestos se consideran “superfluos”, y cuando es imposible sustanciar ese calificativo, el “Grupo Alegría” se limita a apartar las objeciones, evocando visiones de que los perros pueden atarse con longanizas. Los miembros de ese grupo también cuentan con una serie de epítetos para los del grupo contrario, les tildan de “aves de mal agüero”, “derrotistas”, “pesimistas” y “aguafiestas”. De alguna manera, a los que nos preocupamos profundamente por el futuro y centramos la atención en los penosos problemas que hay que resolver, nos han marcado con la política de la desesperación, la restricción y el sacrificio.

La verdadera historia de la función de los tipos de interés en la recuperación económica

Volvamos sin embargo a la cuestión de las características de la recuperación económica actual y analicemos la situación de los tipos de interés. Cuando el Gobierno de Reagan llegó al poder en enero de 1981, los bonos del tesoro a 30 años ofrecían un tipo de interés real *negativo* del 0,1 por ciento. (El “tipo de interés real” se obtiene tomando el tipo de interés nominal, que es del 12,1 por ciento y restándole el 12,2 por ciento correspondiente al promedio móvil trimestral del índice de precios al

consumidor (IPC)⁸.) En cambio, en agosto de 1984, si aplicamos la misma fórmula, el tipo de interés real a 30 años había ascendido al 9,9 por ciento. La rentabilidad de los bonos de Estados Unidos ha superado a la del Reino Unido sólo por tercera vez en este siglo. En los años setenta, se registraba con frecuencia una diferencia de 500 centésimos de punto porcentual en el otro sentido. En realidad, el rendimiento actual de nuestros bonos también es más elevado que el de los franceses. El único país miembro de la OCDE que nos supera en esta materia es Italia.

Déficit elevados, tipos de interés reales elevados

La expectativa de que los déficit continuarán siendo elevados ha contribuido sin duda a que los tipos de interés de Estados Unidos sean más altos que los vigentes en otros centros financieros importantes. A medida que los mercados se han convencido de que la Reserva Federal no estaba dispuesta a imprimir billetes para financiar estos déficit, las expectativas inflacionarias —y por ende, su efecto en los tipos de interés nominales— se han moderado.

Algunos alegan que habrá una disminución más decisiva de las expectativas inflacionarias y que ello provocará una gran reducción de los tipos de interés. Sin embargo, aunque la inflación ha estado bajando desde hace nueve meses, los tipos de interés a largo plazo en septiembre de 1984 continúan situados en promedio a un nivel 1,5 puntos porcentuales por encima del registrado en enero⁹. A mi juicio, esto no demuestra que las expectativas inflacionarias hayan contribuido a elevar los tipos de interés, sino que hay expectativas de que los *tipos de interés reales* sean elevados. Según yo lo veo, uno de los principales elementos determinantes del elevado nivel de los tipos de interés reales es la continua pugna por el crédito entre los sectores privado y público, y el temor de que esa pugna se perpetúe. En 1983, los déficit fiscales absorbieron alrededor del 65 por ciento del ahorro neto en Estados Unidos (incluida la entrada de capital

⁸Por supuesto, puede que el IPC no capte adecuadamente la inflación prevista, a pesar de su uso generalizado y de que se trata de un elemento de medición con el que todos estamos familiarizados. Con todo, la conclusión de que los tipos de interés reales son demasiado elevados continúa siendo cierta prácticamente con cualquier versión que se emplee para medir la inflación prevista. Robert E. Cumby y Frederic S. Mishkin efectúan un análisis a fondo de los tipos de interés elevados y su trasmisión al exterior en el trabajo titulado "The International Linkage of Real Interest Rates: The European-U.S. Connection" [La vinculación internacional de los tipos de interés reales: La conexión entre Europa y Estados Unidos], Working Paper No. 1423 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, agosto de 1984).

⁹Aunque considerable, la reactivación del mercado de bonos a finales de octubre de 1984 sólo situó el rendimiento medio de los bonos del Tesoro a largo plazo en ese mes al nivel alcanzado en enero.

extranjero, que ha contribuido a reducir la acostumbrada pugna de suma casi nula entre la asignación de crédito privado y público)¹⁰. No es sorprendente que la lucha por los escasos fondos restantes presione sobre los tipos de interés reales.

Las modificaciones tributarias y reglamentarias son factores ocultos que han contribuido al alza de los tipos de interés

Hay otros factores menos visibles que han afectado a los tipos de interés reales en Estados Unidos. En particular, las recientes modificaciones tributarias y reglamentarias han incrementado las tasas de rentabilidad de los activos reales y las inversiones de las empresas, en comparación con los activos financieros que devengan intereses; *por consiguiente, habrá que aumentar la rentabilidad de los activos financieros —quizás en un 3 por ciento— para que estén a la par de los activos reales*. Aunque estos efectos no fueron intencionales, sino más bien consecuencia indirecta de otras medidas, vale la pena analizarlos detalladamente.

Según los cálculos preliminares efectuados por Jason Benderly de la empresa Kidder, Peabody, Inc., la tasa tributaria efectiva global de la inversión real que pagan las empresas estadounidenses pasó de un promedio de alrededor del 65 por ciento en los diez años anteriores a 1981 a aproximadamente el 45 por ciento. La tasa efectiva es función de la tasa reglamentaria aplicada a las sociedades, de la sobrevaloración de las utilidades debido a la amortización histórica de los costos, y también de la elevada inflación y de los impuestos sobre los dividendos y las ganancias de capital. Esta reducción de las tasas tributarias efectivas se debió en parte a la modificación de las leyes que rigen la depreciación en Estados Unidos y a la menor tasa de la inflación. Según el Departamento de Comercio, durante el período 1976–1980, se observaba una diferencia media negativa de \$13.000 millones en Estados Unidos entre la depreciación económica y la depreciación tributaria en el caso de las sociedades de capital no financieras. En el tercer trimestre de 1984, la modificación de la legislación tributaria en materia de depreciación y una menor inflación habían transformado esa diferencia negativa en un excedente de \$58.600 millones. La variación en la liquidez de las

¹⁰Tradicionalmente, la proporción de fondos recaudados por el sector público en los mercados de crédito se sitúa en un nivel elevado a principios de la recuperación económica y disminuye a medida que aumenta la demanda privada. Por ejemplo, en 1975, que fue el primer año de un período de recuperación económica similar al actual, la proporción de todo el crédito que correspondió al sector público fue del 46,2 por ciento. Durante los dos años siguientes este porcentaje disminuyó al 30,8 por ciento y al 21,6 por ciento. En el actual período de recuperación la proporción de fondos obtenidos por el sector público se ha mantenido a un nivel más elevado y sostenido, con el resultado de que los tipos de interés reales se han visto sometidos a presión.

empresas representa más de \$70.000 millones. Como la rentabilidad de la inversión una vez deducidos los impuestos ha mejorado con la modificación de las leyes tributarias, las empresas estadounidenses se han mostrado dispuestas a pagar tipos de interés más elevados. Ese incremento de la liquidez ha permitido sufragarlo.

Desconexión del anterior disyuntor automático de Estados Unidos para los tipos de interés elevados

Además, gracias a la desreglamentación de los mercados financieros, las asociaciones de ahorro y préstamo, las instituciones de ahorro y los pequeños bancos han podido competir agresivamente para absorber fondos ofreciendo tipos de interés más altos. Hasta 1978, Estados Unidos mantenía un control bastante rígido sobre los tipos de interés de los depósitos de los particulares en el sector bancario y las instituciones de ahorro. En consecuencia, si los tipos de interés subían, el mercado hipotecario perdía recursos financieros. A su vez, ello producía una disminución de la actividad en el sector de construcción de viviendas —al que seguía de cerca la mayor parte de la actividad económica— sin que la Reserva Federal tuviera que elevar los tipos de interés a niveles muy altos o insospechados. Muchos economistas, especialmente en Wall Street, sostienen que esa reglamentación representaba una especie de disyuntor automático extraoficial de la economía. Pero ya no es así.

Además de lo dicho, se han efectuado otros cambios que permiten que en Estados Unidos se toleren tipos de interés más elevados. Se han incorporado muchas innovaciones financieras; por ejemplo, hace tres años, las hipotecas a tipos de interés variable representaban sólo el 5 por ciento de los préstamos hipotecarios del país, mientras que actualmente representan dos tercios de las hipotecas nuevas. Con frecuencia, estos instrumentos recientes prevén fuertes concesiones en materia de tipos de interés en los primeros años del préstamo, logrando de esta forma que inicialmente la construcción de viviendas sea menos sensible al aumento de los tipos de interés a largo plazo (por supuesto, de esta forma los compradores corren el riesgo de que los cargos correspondientes al servicio de la deuda que han contraído aumenten más de lo previsto en años posteriores, lo cual tiene ramificaciones económicas y políticas imprevisibles). En la actualidad, las instituciones de ahorro también promueven con mucho entusiasmo nuevos tipos de instrumentos de crédito y aplican un enfoque distinto al riesgo (fenómeno que analizaré en detalle más adelante).

En lo que se refiere a los particulares, las modificaciones de las tasas tributarias no han compensado realmente la progresión hacia tramos imponibles más altos provocada por la inflación a fines de los años

setenta¹¹. La posibilidad de deducir enteramente los intereses —Estados Unidos es el único país desarrollado que lo autoriza— brinda un fuerte incentivo tributario para obtener préstamos a fin de aligerar la carga tributaria del contribuyente. De esta manera, sobre todo en una etapa de recuperación económica recién iniciada, habría sido necesario que los tipos de interés reales aumentasen mucho más en 1982 y 1983 para frenar la demanda de consumo en Estados Unidos.

En conjunto, estos cambios han permitido que la demanda continúe firme en Estados Unidos, a pesar de que los niveles de los tipos de interés reales son extremadamente elevados tanto desde el punto de vista histórico como mundial. Al parecer, accidentalmente, Estados Unidos se ha munido de lo necesario para afrontar tipos de interés elevados con mayor eficacia que otros países industriales y de esta forma, se ha transformado en importante y continuo importador de capital.

Los elevados tipos de interés de Estados Unidos y los demás países

Irónicamente, en los últimos años, otros países miembros de la OCDE han estado tratando de sentar las bases de un crecimiento económico duradero y a largo plazo mediante políticas fiscales *restrictivas* tendientes a reducir la inflación interna y, por consiguiente, los tipos de interés. En conjunto, los déficit presupuestarios estructurales de los países miembros de la OCDE se han reducido considerablemente e incluso la posición ha pasado a ser superavitaria en el Reino Unido y la República Federal de Alemania. Como ustedes saben, los elevados tipos de interés en Estados Unidos tienden a incrementar el nivel de los tipos de interés de todos los países miembros de la OCDE, pues los demás gobiernos han tratado de impedir que sus monedas se sigan debilitando frente al dólar. De esta manera, la demanda interna se ha desacelerado en el resto del mundo debido a una combinación de medidas fiscales liberales y elevados tipos de interés en Estados Unidos.

Sin embargo, como compensación, Estados Unidos ha estimulado la actividad económica en el resto del mundo en su carácter de importador indómito. (Como me comentó un alto funcionario de Estados Unidos, no enteramente en broma: “¿Qué otro país habría incurrido voluntariamente en unos déficit comerciales tan cuantiosos, sólo para ayudar al resto del mundo?") En 1970, Estados Unidos absorbió el 17 por ciento de las manufacturas exportadas por los países de la OCDE, mientras que en 1984 esta proporción se aproximó al nivel del 23 por ciento e indudablemente se

¹¹En el ejercicio fiscal de 1984, la recaudación de impuestos sobre la renta de las personas físicas como proporción del PNB superó la cifra correspondiente al ejercicio fiscal de 1981, que había sido la más elevada de toda la posguerra.

sitúa ahora en un nivel aún más elevado. En lo que se refiere al comercio, Estados Unidos ha sido la fuerza locomotora.

Sin embargo, en algunos círculos europeos existe el temor de que en definitiva se sufran grandes pérdidas debido a las cuantiosas corrientes de capital encaminadas hacia Estados Unidos, a pesar del considerable incremento de las exportaciones a Estados Unidos registrado en 1983 (por ejemplo, 20,5 por ciento en el caso del Reino Unido, 39,2 por ciento en el de Francia y 39,8 por ciento en el de la República Federal de Alemania). Por supuesto, este temor no se manifiesta con la misma intensidad en los países de Asia Oriental, ni en Japón, Taiwan (país que ha arrojado un superávit comercial de \$9.000 millones con Estados Unidos, es decir, casi un tercio del de Japón) o Hong Kong (cuyas exportaciones a Estados Unidos han aumentado al doble desde principios de 1983). Durante el período de enero a julio de 1984, por ejemplo, Corea, Singapur, Hong Kong y Taiwan exportaron en conjunto un 74 por ciento más a Estados Unidos que en 1981.

De manera que, si bien los diferentes países han reaccionado de distintas formas ante los elevados tipos de interés vigentes en Estados Unidos, casi todos ellos han ayudado a Estados Unidos de una forma que casi nadie había previsto: enviándonos su ahorro. Para determinar las causas, debemos volver a enfocar la mira en la economía de Estados Unidos y en el comportamiento del ahorro y la inversión ante las medidas de política económica del presidente Reagan.

En Estados Unidos la inversión total rebasa ahora el monto del ahorro

Al reducirse considerablemente los impuestos aplicados al sector empresarial en los primeros seis trimestres de la recuperación económica actual, la inversión real aumentó a un nivel sin precedente en la etapa de la posguerra, en comparación con una fase similar del ciclo económico. Hemos sido testigos de un incremento del 26 por ciento de la inversión del sector empresarial durante este período y casi las dos terceras partes de ese total correspondieron a la inversión en equipo y no en estructuras más permanentes (como por ejemplo, nuevas instalaciones). Compárese esta cifra con el nivel que le sigue en orden de magnitud del 23,3 por ciento en 1949 y del 5,6 por ciento registrado durante la recuperación económica de 1975.

La inversión *bruta* de las empresas se situó en el 11,6 por ciento del PNB este año frente al 9,5 por ciento registrado hace 20 años. Sin embargo, la situación es algo desigual. Actualmente, se está invirtiendo en equipo con una vida útil prevista más corta que la del adquirido durante el auge de la inversión en los años sesenta. Cuanto más corta sea la vida útil, mayor será la deducción anual por concepto de depreciación y cuanto

más alta sea esa deducción, mayor será el monto de *nueva* inversión necesario para mantener un nivel dado de masa de capital. Si ajustamos el PNB y la inversión bruta en capital fijo de las empresas en función de la depreciación, la tasa *neta* de inversión que se obtiene es bastante baja, correspondiendo a un escaso 2,8 por ciento del PNB en el segundo trimestre de este año. Esta tasa neta de inversión ha aumentado recientemente pero se sitúa muy por debajo del nivel normal registrado durante el período de 1950 a 1980.

Así todo, este auge de la inversión, por sí solo, es algo que acogemos con agrado. Sin embargo, el grave problema que aflige actualmente a la economía de Estados Unidos es que nuestros cambios de política han logrado acrecentar la inversión pero no el ahorro personal interno. Como ya señalé, según los planes iniciales del Gobierno, el auge del ahorro iba a financiar el resurgimiento de la inversión. Sin embargo, a pesar de esta tesis ofertista de que la reducción de los impuestos provocaría una explosión del ahorro, el ahorro personal se ha mantenido próximo al 4 por ciento del PNB desde el tercer trimestre de 1983 (año en que entró en vigor la última fase de la reducción de los impuestos aplicada por el presidente Reagan). Esto equivale aproximadamente a la relación del 4,2 por ciento entre el ahorro personal y el PNB registrada en 1980 y a un 15 por ciento menos de lo previsto en el proyecto inicial del presidente Reagan.

Además, en definitiva, la reducción de los impuestos promulgada por el Congreso concedió muchos más beneficios a los contribuyentes que los previstos inicialmente por el Gobierno, fenómeno que nosotros llamamos en Estados Unidos del "árbol de Navidad". Según las proyecciones, en cinco años, de 1981 a 1986, la reducción de los impuestos contenida en la propuesta del presidente Reagan de febrero de 1984 producirá una merma de ingreso fiscal de \$718.200 millones. La pérdida de ingreso fiscal prevista podría desglosarse de la siguiente manera: \$553.900 millones (77,1 por ciento) correspondientes a la reducción de la tasa tributaria individual y \$164.300 millones (22,9 por ciento) correspondientes al sistema de recuperación acelerada de los costos. A continuación, la Cámara de Representantes promulgó otras medidas a favor del contribuyente. Primero, se liberalizaron las normas sobre cuentas individuales de jubilación (IRA), luego sobre impuestos sucesorios, a continuación vinieron las contribuciones de beneficencia y finalmente, en un acto de unidad solidaria, se añadió la indización tributaria, sin consagrar ni siquiera un día a sesiones públicas de presentación de testimonios. Algunas disposiciones relacionadas con el arrendamiento financiero, rechazadas en 1982, fueron incorporadas por la Cámara. El Senado convino en incorporar estas modificaciones y añadió otras reducciones por su cuenta. Después de haber trabajado tan arduamente durante un mes,

todos los congresistas regresaron a sus hogares durante las vacaciones del mes de agosto. A los demás sólo nos resta sentirnos agradecidos de que no hayan “trabajado” un mes más.

Puede, como opina el gobernador Jerry Brown, que “en Estados Unidos no hay ningún grupo de votantes que esté a favor de la responsabilidad fiscal”, pero no hay duda de que muchos respaldan la reducción de los impuestos. En el caso de legisladores muy conscientes de las posibilidades electorales, la frase “juego de suma positiva” no basta para describir lo que sucedió en 1981. Ese ensañamiento con el código tributario representó más bien un juego de suma “máxima”, en el que todos los jugadores trataron de acrecentar la suma total de recortes tributarios. *Si las modificaciones incorporadas en 1981 se hubiesen dejado intactas hasta 1989 inclusive, es decir, sin los dos incrementos tributarios que tuvieron lugar entretanto, el ingreso tributario se habría reducido en un increíble 6 por ciento del PNB, ¡pasando del 23 por ciento al 17 por ciento del PNB!*

Si bien la tasa de ahorro personal se ha estancado, el ahorro del sector empresarial ha aumentado —no como parte del programa ofertista inicial— sino más bien gracias a las modificaciones de las leyes tributarias para el sector empresarial promulgadas por el Congreso. Con todo, deducido el cuantioso desahorro público (déficit), *el incremento global del ahorro interno como porcentaje del PNB se situó 2 puntos porcentuales por debajo del fuerte incremento de la inversión.*

Veamos cuáles son las consecuencias de esta situación. Si Estados Unidos fuese una economía cerrada, los tipos de interés habrían tenido que subir lo suficiente como para reducir el incremento de la demanda interna neta en más de una tercera parte. Cuando les pido a mis amigos economistas que estimen *la magnitud* que debería haber revestido el incremento de los tipos de interés, por lo general, abren la boca, se niegan a contestar o murmuran algo acerca de niveles del 20 por ciento o de un incremento como mínimo de varios puntos porcentuales.

Esta diferencia de los tipos de interés reales a favor de Estados Unidos —junto con el lento crecimiento económico y las dificultades registradas en otras economías, los reducidos márgenes de utilidad en el extranjero, la relativa estabilidad política de Estados Unidos y la impresión que reinaba en general de que el país verdaderamente había levantado cabeza— provocaron el fenómeno imprevisto y sin precedentes de unas entradas de capital en Estados Unidos que se sitúan actualmente entre el 2 por ciento y el 3 por ciento del PNB, justo lo necesario, por supuesto, para equilibrar el déficit de la balanza en cuenta corriente.

Por ejemplo, gran parte del capital procede de Japón, país que de hecho nos está prestando su ahorro para que podamos adquirir los bienes que produce. Como David Hale señaló, esta relación entre Estados Unidos y

Japón se parece a la de algunos matrimonios: a un cónyuge le gusta gastar y al otro le gusta ahorrar. Cabe preguntarse cuánto pueden durar estos amores, pero por el momento, se trata de una relación feliz y complementaria, aunque algo neurótica.

En resumen, los cuantiosos déficit proyectados han dado un gran impulso a la tasa real de rentabilidad de los valores denominados en dólares, pero ahora amenazan con absorber más de la mitad del futuro ahorro neto generado internamente en Estados Unidos. Los tipos de interés reales deben aumentar para equilibrar la oferta y demanda de fondos. Esto puede lograrse desalentando la inversión o atrayendo capital del exterior. Hasta ahora, han entrado aproximadamente \$100.000 millones del exterior, lo cual basta para financiar más de la mitad del déficit presupuestario, o el 40 por ciento de toda la inversión neta de Estados Unidos.

El auge del consumo y la inversión en Estados Unidos depende del resto del mundo

Al parecer, Estados Unidos se encuentra en el mejor de los mundos. El crecimiento económico es vigoroso, la inflación ha bajado, la inversión está aumentando y el desempleo está disminuyendo. Pero veamos las cosas con mayor detalle. Como sucede en muchos otros casos, quizás estemos disfrutando de la situación actual a expensas de las generaciones futuras.

Es muy curioso comprobar que en este momento el nivel de vida y de inversión (gasto) estadounidense aumentó un 15 por ciento en dólares constantes entre el punto más bajo de la recesión registrado en el cuarto trimestre de 1982 y el tercer trimestre de 1984, mientras que la producción de los trabajadores estadounidenses (PNB) sólo aumentó tres cuartas partes de dicha cantidad, es decir, un 11,6 por ciento.

El cuantioso déficit comercial —*el equivalente funcional de una segunda recesión en el sector de exportación*— ha contribuido a mantener los salarios internos y otros costos y precios en un nivel bajo. El nivel de precios se ha mantenido bajo como consecuencia directa del abaratamiento de los bienes manufacturados en el extranjero provocado por la firmeza del dólar, e indirectamente, por la presión ejercida por estos bienes en los productores internos de bienes que compiten con los importados. Por ejemplo, las reivindicaciones salariales se han moderado considerablemente. El vigor del dólar más los elevados tipos de interés también contribuyeron a deprimir los precios mundiales de los productos básicos denominados en dólares. Por último, si no se hubiese registrado un incremento enorme de los bienes importados del orden del 3 por ciento del PNB, ya habríamos superado el nivel interno de utilización de la capacidad del 86 por ciento, momento en el que por lo general la inflación

comienza a acelerarse. En resumen, la reducción del nivel de los precios ha representado quizá 5 puntos porcentuales durante los últimos tres años, o sea 1,5 por ciento a 2 por ciento al año. Sin embargo, la inflación interna “básica” es más elevada que el índice de precios al consumidor (IPC) actual. Cabe señalar que los componentes *no comercializables* del IPC han registrado un incremento del 6 por ciento este año.

Sintetizando, Estados Unidos está disfrutando de un crecimiento económico impulsado por su propia política fiscal expansionista, y está importando los avances antiinflacionarios de otros países. Dicho de otra manera, un gobierno conservador nos prometió una economía con un elevado coeficiente de ahorro, y en cambio, estamos viviendo un auge económico al estilo latinoamericano financiado mediante endeudamiento externo y un dólar sobrevaluado.

Algunos llaman a este fenómeno el “Plan Marshall al revés”. Pero la analogía es imperfecta. En la década de los sesenta el dólar también estaba sobrevaluado, y de Gaulle nos regañaba por estar comprando barato al resto del mundo. Sin embargo, ¡la balanza en cuenta corriente era superavitaria! Las medidas de política de entonces —en virtud de las cuales Estados Unidos efectuó *inversiones reales* en el extranjero— *produjeron posteriormente ingresos*. Esta vez *nos estamos endeudando*. Este año, Estados Unidos ha financiado un déficit de balanza en cuenta corriente de \$100.000 millones con \$8.000 millones de inversión directa, \$13.000 millones en compra de acciones y bonos a largo plazo, y el resto mediante instrumentos a corto plazo. La predominancia de estas inversiones llamadas especulativas, que pueden transferirse rápidamente, significa que la pérdida de confianza por parte de los inversionistas extranjeros podría transformarse de súbito en una ola de especulación contra el dólar.

Dicho de otra forma, en los años sesenta invertimos en el resto de la economía mundial por intermedio de nuestra balanza de capital; ahora lo estamos estimulando por conducto de la balanza corriente. Por supuesto, el cuantioso déficit de la balanza en cuenta corriente es la contrapartida de la entrada de capital, lo que permite que haya un auge de la inversión sin restringir nuestra tasa de consumo (que actualmente se sitúa en el nivel más elevado de la posguerra, cerca del 66 por ciento del PNB). En este sentido, nuestro déficit de balanza en cuenta corriente funciona como un tanque de combustible de reserva, nos permite seguir avanzando a toda marcha, por lo menos durante cierto tiempo.

Nadie predijo —y menos que nadie Arthur Laffer, el más ardiente de los ofertistas, ni tampoco ninguno de los que elaboraron las medidas económicas del presidente Reagan— que Estados Unidos se transformaría en uno de los principales países importadores de capital. Si Estados Unidos hubiese sido una economía cerrada, la memorable frase de George Bush (para todos, menos para él) de “una economía basada en la

hechicería”, habría descrito exactamente la notable combinación de medidas aplicadas por el presidente Reagan, a saber, incrementos sin precedente de los gastos de defensa en tiempos de paz, auge de la inversión interna y reducciones tributarias efectuadas en 1981 por un total de \$750.000 millones en cinco años. Estas contradicciones fundamentales sólo se pudieron resolver gracias a un mecanismo que pocos previeron y que sólo se comprendió de forma cabal recientemente, es decir, la importación masiva de capital extranjero.

En Suiza, un especialista extranjero criticó nuestras políticas económicas estableciendo una analogía entre Cristóbal Colón y nuestra recuperación económica. Colón no sabía hacia dónde fue, ni dónde se encontraba cuando vino, ni dónde había estado cuando regresó. Lo único que sabía con certeza es que el viaje se pagó con fondos extranjeros.

En algunos sectores se sostiene que nuestra política actual ha dado nuevo significado a la frase “empobrecer al vecino”, refiriéndola al capital en lugar de al comercio. Por supuesto, no tenemos que suplicar nada, pues los demás parecen estar muy dispuestos a enviar su dinero a este país.

En otros países se decía que nosotros estornudábamos y el resto del mundo caía con pulmonía. Ahora podemos decir que hemos atrapado un buen resfriado y que el resto del mundo nos envía jarabe para la tos con el fin de calmar temporalmente los síntomas.

En resumen, pasará algún tiempo antes de que podamos comprender todas las repercusiones del experimento del presidente Reagan. Sin embargo, hay algo que está muy claro: *cuantos más países imiten las medidas de política de Reagan —especialmente la política tributaria y la desreglamentación tendiente a atraer o mantener capital— tanto más difícil será para Estados Unidos seguir importando el volumen de capital con el que cuenta actualmente.* La verdadera prueba de esta política depende de la forma en que termine la expansión económica —en el mundo entero— y no de la forma en que se inició.

III. ¿Se puede mantener el rumbo actual?

¿Qué sucede si seguimos navegando en este mar de tinta roja importada? ¿Se puede mantener este rumbo? Creo que no está de más abrigar graves dudas en varios sentidos.

¿Podremos mantener estos déficit de la balanza en cuenta corriente o nos transformaremos en algún momento en deudores como algunos países del tercer mundo?

Stephen Marris del Institute for International Economics efectuó recientemente un estudio sobre una cuestión que siempre me ha

atormentado, a saber, la magnitud del endeudamiento externo de Estados Unidos si mantenemos el rumbo actual. Incluso si el crecimiento económico de Estados Unidos se desacelerase al 3 por ciento anual, si el crecimiento económico real en el resto del mundo se acelerase a un nivel sostenido del 3,5 por ciento anual y si las exportaciones a los países en desarrollo deudores volviesen a aumentar normalmente en relación con el crecimiento del PNB, los resultados preliminares obtenidos por Marris muestran que si el dólar se mantiene en su nivel actual, *el déficit de la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos podría llegar a los \$250.000 millones en 1989 y aproximarse al 5 por ciento del PNB*. (El déficit ya se está aproximando al 2,5 por ciento del PNB, habiéndose registrado el nivel máximo anterior de alrededor del 1,5 por ciento del PNB durante el auge de la construcción ferroviaria en los años setenta del siglo pasado, auge que fue financiado en gran medida con capital europeo.)

Según estas perspectivas espeluznantes, Estados Unidos sufriría rápidamente un cambio radical con respecto a su posición de acreedor mundial desde la primera guerra mundial. Le cabría entonces la dudosa distinción de ser el mayor país deudor del mundo. En 1989, *Estados Unidos encargaría una deuda externa del orden de \$1 billón*. Este endeudamiento representaría aproximadamente *diez veces la deuda actual de México*, más que la posición deudora de todo el grupo de países en desarrollo no petroleros. ¡Qué enorme cambio para Estados Unidos, que hasta hace dos años era acreedor neto por un total de casi \$200.000 millones!

Desde luego, la economía de Estados Unidos es mucho mayor que la del conjunto de países en desarrollo mencionados. Por consiguiente, es interesante tratar de imaginar la forma en que un exigente analista del FMI evaluaría la situación. Me pregunto si reuniríamos las condiciones necesarias para concertar un programa de crédito con el FMI si el analista tiene en cuenta algunos de los indicadores tradicionales:

1) *El déficit de la balanza en cuenta corriente como porcentaje de la exportación de bienes y servicios*. En el caso de los 25 principales países en desarrollo prestatarios este indicador llegó al 24 por ciento en 1982, año en que la crisis de la deuda se agudizó en México. Después de los ajustes profundos y dolorosos que se efectuaron en dicho país, se prevé que bajará a menos del 10 por ciento este año. En lo correspondiente a Estados Unidos, este indicador, que mide la *velocidad* con la que un país se está endeudando, *ya había alcanzando el 25 por ciento durante el segundo trimestre de este año y ascenderá al 50 por ciento en 1989*.

2) Dejando de lado la inversión directa, *la relación entre la deuda y la exportación de Estados Unidos pasará al 180-200 por ciento en 1989*. Si también excluimos los activos privados (no bancarios), el coeficiente sería bastante mayor. Aplicando esta última definición, la relación entre deuda

y exportación en los 25 principales países en desarrollo deudores llegó al 194 por ciento en 1983 y, en realidad, con frecuencia los bancos consideran que la cifra del 200 por ciento constituye señal de alarma.

3) *El pago neto de intereses que deberá efectuar Estados Unidos sobre esta deuda se elevará a cerca del 20 por ciento del valor de la exportación*, es decir, aproximadamente el mismo nivel al que llegaron los 25 principales países en desarrollo deudores este año.

Lo que indican estas cifras es que, en este caso hipotético, los indicadores de la deuda externa de 1989 correspondientes a Estados Unidos serían semejantes, e incluso peores, que los del promedio de los países en desarrollo fuertemente endeudados en el momento de desencadenarse la crisis de la deuda (aunque cabe añadir que serían algo mejores que los indicadores correspondientes a algunos de los países deudores, como por ejemplo México, Brasil y Argentina).

Per Jacobsson dijo una vez que los bancos centrales pueden imprimir dinero, pero no pueden imprimir capital. Uno de mis temores es que las presiones para monetizar esta deuda se eleven a niveles irresistibles en vista de las dolorosas opciones de política que ello supone. Esto a su vez podría desencadenar una ola atroz de inflación mundial con todas las consecuencias del caso en materia de inversión, tipos de interés y crecimiento económico a largo plazo. Después de los enormes sacrificios que muchos han realizado durante los últimos años para contener la inflación, sería verdaderamente una tragedia.

Sin embargo, *esto no es una profecía* sobre la situación de la deuda externa. Es una proyección de lo que podría suceder *si seguimos* manteniendo el rumbo actual. ¿Pero es ésa una verdadera opción? ¿Podemos continuar de esta manera? Roguemos por que no sea así.

Desde el punto de vista financiero o económico, ¿continuarán los inversionistas extranjeros depositando la suficiente confianza en Estados Unidos teniendo en cuenta que, según Alan Greenspan, las carteras extranjeras de inversión están casi saturadas de dólares? Es poco probable que la solvencia o la capacidad crediticia del Gobierno de Estados Unidos se cuestione a corto plazo. Además, Estados Unidos disfruta del privilegio especial de poder obtener préstamos en su propia moneda (de reserva), lo que quiere decir que la posibilidad de que la deuda se repudie directamente es muy remota. Sin embargo, es mucho más fácil superar una deuda aplastante por vía de la inflación, opción de la que carecen, por ejemplo, los países cuya deuda está denominada en dólares como Brasil y México (o los países cuya moneda no es de reserva como Francia o Italia). No obstante, en tanto la deuda interna y externa de Estados Unidos aumente, también puede agudizarse la preocupación de que Estados Unidos utilice la ruta monetaria de escape tradicional: la inflación.

A medida que estos temores y fluctuaciones del tipo de cambio del dólar

se vayan haciendo más pronunciados, ¿hemos de seguir pagando un diferencial de tipos de interés cada vez mayor para mantener el dólar al nivel actual y correr el riesgo así de comprometer nuestra recuperación económica y la de otros países? ¿O tendremos que encarar la dolorosa posibilidad de afrontar una pronunciada caída del dólar que lleve a un incremento de una tasa de inflación que tanto nos ha costado frenar? ¿O tal vez como lo ha señalado C. Fred Bergsten, sufriremos golpe tras golpe, es decir, un cuantioso déficit comercial, fruto de la pasada sobrevaloración del dólar, junto con tipos de interés e inflación en aumento?

¿Cuánto deberíamos estar dispuestos a apostar a que evitaremos estos desastres y disfrutaremos del “aterrizaje suave” que ansiamos, en virtud del cual el déficit presupuestario, los tipos de interés, el dólar y el déficit comercial alcanzarán *suavemente* un nivel estable más compatible con un crecimiento real duradero?

Actualmente consumimos e invertimos más de lo que producimos, y otros países nos prestan la diferencia. En la medida en que esta corriente de fondos extranjeros se desacelere, tendremos que producir más y consumir e invertir menos, algo que el público ignora y que ciertamente no se lo espera.

Seguidamente, ¿cuáles serán los *efectos de política exterior* que pueden tener estos continuos déficit de la balanza en cuenta corriente? ¿Se ha dado alguna vez el caso de que una auténtica potencia mundial —de hecho, una superpotencia— fuese también el mayor país deudor del mundo y no un país acreedor? ¿Cuáles serían las repercusiones en nuestra flexibilidad y capacidad de proyectar nuestra importancia política? ¿Pasaría a ser la “influencia a la inversa” la nueva preocupación en el ámbito de la política externa?

Y por último, ¿no hay acaso una *cuestión ética* que hemos de encarar, aunque no se nos acuse con frecuencia a nosotros, gente financiera, de preocuparnos de esos aspectos? ¿Cómo podemos justificar el seguir importando el ahorro que se necesita desesperadamente en otras partes?

Hasta ahora he mencionado tan solo grandes principios, y he tratado de vislumbrar el futuro a largo plazo. Por consiguiente, he podido darme el lujo de dejar de lado detalles como el momento en que se producirán los distintos acontecimientos. Muchos profetas del desastre se han cubierto de ridículo apostando contra el dólar. Sin embargo, cuando Paul Volcker habla, yo escucho. Al preguntársele cuánto tiempo podría un país como Estados Unidos continuar importando una masa de capital cuyo valor oscila entre el 2 y el 3 por ciento del PNB, el señor Volcker, que se caracteriza por su mesura, dijo: “Me parece que este ritmo no podrá mantenerse durante mucho tiempo”.

A mi juicio, nuestros amigos del extranjero deberían reflexionar sobre otras cuestiones antes de apresurarse a imitar las medidas de política

económica de Estados Unidos. Por ejemplo, ¿se puede copiar nuestro caso? E irónicamente, ¿en qué medida depende el éxito de Estados Unidos de que los demás países *no* adopten medidas similares?

¿Son sostenibles estos déficit comerciales o cuándo nos envolverán las llamas del proteccionismo?

El dólar comenzó su ascenso meteórico en 1980. Incluso teniendo en cuenta que en Estados Unidos la inflación era relativamente más baja que en el extranjero, *el valor real del dólar se ha apreciado un 60 por ciento con respecto a un promedio ponderado de otras monedas*. Para los afortunados compradores estadounidenses este poderoso dólar vale actualmente un 60 por ciento fuera del país. Sin embargo, para el 60 al 70 por ciento de las empresas estadounidenses que tienen competidores internacionales, el dólar sobrevaluado ha actuado como un impuesto sobre la exportación y un subsidio equivalente a la importación. No es sorprendente que la balanza comercial sea deficitaria. No es sorprendente que el sector de la exportación se esté desangrando. No sería nada sorprendente que las llamas del proteccionismo se reavivasen pronto, a menos que hagamos algo al respecto.

Las cifras totales son asombrosas. Según las previsiones actuales, el déficit comercial sobrepasará los \$125.000 millones en 1984. En julio de 1984, la importación superó a la exportación en más del 60 por ciento. *Para hallar el coeficiente importación/exportación más elevado anterior a 1984, hemos de remontarnos 112 años a 1872, año en que las importaciones superaron a las exportaciones en un 40 por ciento.*

Veamos dónde están los puestos de trabajo. Es ahí donde entrará en juego la política y en última instancia donde se manifestarán también las presiones del proteccionismo. La pérdida de puestos de trabajo está íntimamente relacionada con la parte de la balanza comercial correspondiente a los bienes manufacturados. Hemos sido testigos de una fluctuación sin precedente, de un superávit de \$20.000 millones en 1980 a un déficit de \$80.000 millones en 1984, sólo en lo concerniente a esa parte de nuestra balanza comercial. Esta fluctuación de \$100.000 millones —que representó aproximadamente el 3 por ciento del PNB y provocó la pérdida de más de 2,5 millones de puestos de trabajo— ha acentuado considerablemente el carácter urgente y agudo del grave problema del ajuste industrial.

Cabe reconocer que, hasta la fecha, la disminución del desempleo total ha compensado la pérdida de empleos en el sector de la exportación. Pero éstos son problemas de distribución; los puestos de trabajo perdidos por motivos relacionados con el comercio no son los mismos que luego se crean con la recuperación económica. Esta vez la pronunciada fluctuación de la balanza de bienes manufacturados ha afectado a muchas otras

industrias, aparte de la industrias tradicionales del sector textil, automotriz y siderúrgico. A su vez, estas otras “víctimas” pertenecen al grupo de los patrocinadores tradicionales de un sistema comercial razonablemente abierto.

Tomemos por ejemplo el caso de la fábrica de tractores Caterpillar. Los considerables progresos logrados por esta excelente compañía en materia de productividad han sido reducidos a la nada por un tipo de cambio que favorece tanto a la fábrica de tractores Komatsu que Caterpillar sencillamente ya no puede competir en muchos mercados mundiales. Durante el gobierno de Nixon se hizo famosa la frase de “¿Cómo le cae esto al hombre de la calle?”. De cierta forma, como industria, Caterpillar representa al hombre de la calle. En 1972 y 1973, cuando ocupé el cargo de Secretario de Comercio, Caterpillar aportaba casi \$2.000 millones a la balanza de pagos superavitaria de Estados Unidos. ¡Una sola compañía! ¡Ella sola! En 1981, Caterpillar exportaba productos por valor de \$3.500 millones. El año pasado, la cifra se redujo a \$1.600 millones. Los puestos de trabajo vinculados con la exportación pasaron de alrededor de 31.000 a 16.000 durante ese período. Se calcula que se ha perdido por lo menos el doble en el sector de los abastecedores de esa empresa. *De esta manera, entre 1981 y 1983, las actividades de una sola empresa llevaron a una pérdida de más de 45.000 puestos de trabajo.* Las utilidades de Caterpillar también se han resentido durante ese mismo período, pasando de \$579 millones de ganancias a \$345 millones de pérdidas. Por supuesto, parte de la caída obedeció a la atonía económica internacional y a algunas reducciones de los precios, pero el tipo de cambio fue el lastre que arrastró a Caterpillar a una situación infinitamente peor. En resumen, el hecho de que la situación comercial empeore, le cae muy mal al hombre de la calle en todos los rincones del país.

Un dólar artificialmente sobrevaluado afecta a una amplia gama de industrias. Por supuesto, no es el único factor que influye. La crisis de la deuda de los países en desarrollo, el estancamiento económico y la inestabilidad general provocaron una reducción de \$21.000 millones en las exportaciones de Estados Unidos a los países de América Latina solamente. Además, el crecimiento económico más acelerado de Estados Unidos, en comparación con los demás países —la “brecha de crecimiento económico”— hace que el nivel de las importaciones de Estados Unidos sea más elevado. Sin embargo, merece la pena señalar que algunos de los mismos factores que han contribuido a la sobrevaluación del dólar (por ejemplo, los déficit presupuestarios y los elevados tipos de interés) han acrecentado los problemas de deuda y provocado un crecimiento más lento en el resto del mundo. Es evidente que los factores causales no son independientes.

Las recientes declaraciones de Lawrence Fox, vicepresidente encargado

de asuntos económicos internacionales de la National Association of Manufacturers [Asociación Nacional de Fabricantes], nos brinda una perspectiva sectorial del desastre comercial ocurrido en Estados Unidos hasta finales de junio de 1984. En comparación con el año anterior, la importación de bienes de capital aumentó un 38 por ciento, la de automóviles un 35 por ciento y la de bienes de consumo un 24 por ciento. La proporción correspondiente a la importación en el gasto en bienes de capital también pasó del 18 por ciento al 25 por ciento en menos de dos años.

Fox señaló que la inversión de capital estimulada por la recuperación económica se está financiando cada vez más desde el exterior, motivo por el cual a las empresas estadounidenses les es muy difícil recapturar ese sector del mercado. De esta forma, el auge de la inversión en equipo de capital del que estamos tan orgullosos en este país resulta en gran medida una bendición para el sector manufacturero extranjero.

En lo que se refiere a los sectores de alta tecnología en los que tradicionalmente nos hemos destacado, Fox ha calculado que en comparación con 1983, la importación de computadoras y máquinas de oficina aumentó a una tasa anual del 50 por ciento hasta finales de junio de 1984, mientras que la importación de máquinas eléctricas y piezas, incluidos los semiconductores, aumentó en un 38 por ciento y la de equipo de telecomunicaciones (excluidos los productos de consumo, como aparatos de televisión y magnetoscopios) un 30 por ciento. En consecuencia, el superávit del comercio de computadoras y máquinas de oficina se redujo en una tercera parte, situándose en los \$3.600 millones, mientras que en 1984 el déficit del comercio de maquinaria eléctrica y equipo de telecomunicaciones no destinado al consumidor se acrecentó considerablemente.

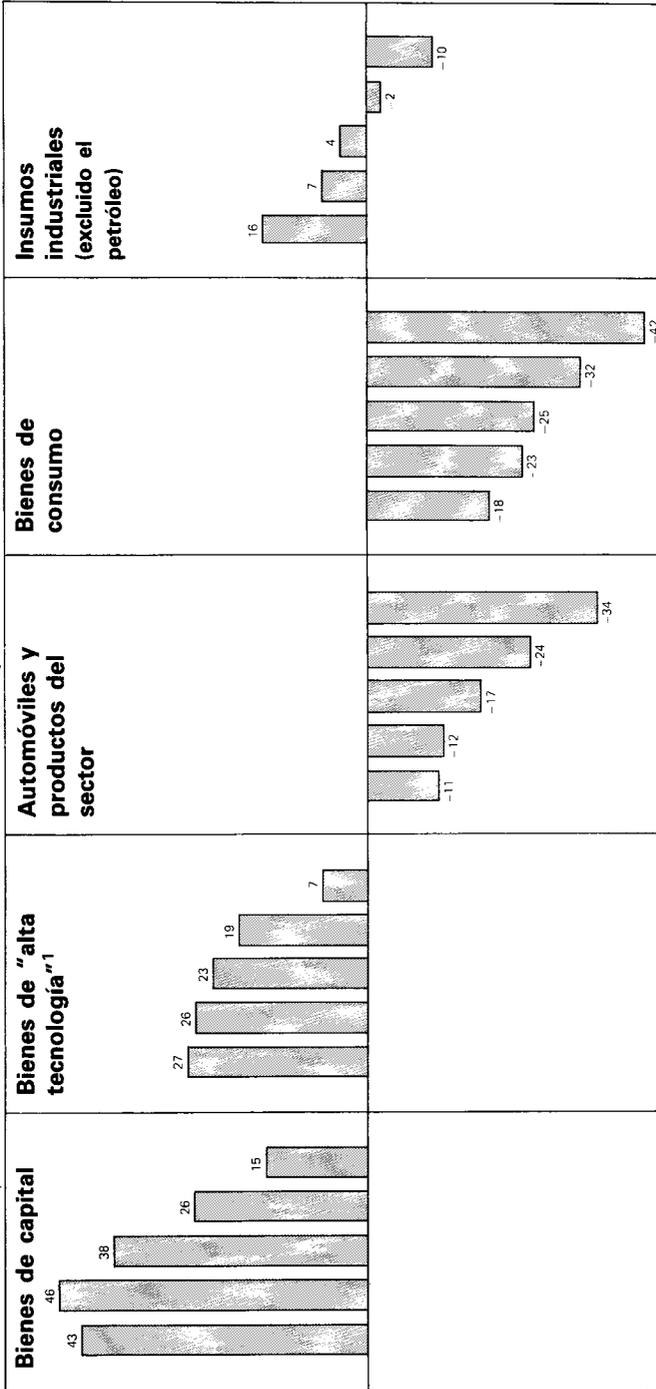
Las variaciones sectoriales de la balanza comercial son todavía más fuertes si se efectúan comparaciones anuales desde 1980, como se hace en el gráfico preparado por la National Association of Manufacturers que figura más adelante.

La conclusión más notable que se puede sacar del gráfico es que no hay ningún sector que haya podido evitar el acusado declive de la balanza comercial que se ha producido desde que el valor del dólar comenzó a subir: el superávit en la exportación de bienes de capital se ha reducido en dos terceras partes; el de los productos de alta tecnología ha disminuido en tres cuartas partes; el déficit en el sector de automóviles se ha triplicado y el de los bienes de consumo ha crecido en casi un 250 por ciento.

Por ende, muchas empresas estadounidenses están llegando a la conclusión de que es imposible competir debido a la sobrevaloración del dólar y muchas de ellas están instalando fábricas en el extranjero. (Por ejemplo, no creo que se haya construido una sola fábrica importante de

Principales balanzas sectoriales del comercio de manufacturas de Estados Unidos, enero-junio de 1984; tasa anual

(Miles de millones de dólares de EE.UU.; importaciones f.a.s. o valoración aduanera)



1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984 1980 1981 1982 1983 1984
 Fuente: National Association of Manufacturers [Asociación Nacional de Fabricantes], *Trade & Industry* [Comercio e Industrial], vol. II, No. 13, 21 de septiembre de 1984; datos basados en la publicación del Departamento de Comercio de Estados Unidos titulada *Highlights of U.S. Export and Import Trade* [Noticias de la exportación e importación de Estados Unidos].
¹La definición de los bienes de alta tecnología corresponde a la Definición No. 3 del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

productos químicos en Estados Unidos en los últimos cuatro años.) No se trata de que el sector industrial tenga mentalidad de desertor sino que las empresas estadounidenses se enfrentan con una disyuntiva cruel, exacerbada por nuestros déficit. Muchas de estas empresas que ahora se ven forzadas a considerar la posibilidad de establecerse en el extranjero han formado parte desde hace muchos años de los grupos de presión más activos en contra de las barreras comerciales proteccionistas. ¿Cuánto tiempo podrán mantenerse estas graves distorsiones y trastornos dentro del panorama industrial si estos directivos estiman que nuestros tipos de cambio amenazan la existencia misma de sus empresas? ¿Continuarán luchando contra el proteccionismo?

Consideremos a continuación las dimensiones geográficas del problema. El Departamento de Comercio ha preparado una lista de los estados con mayor proporción de trabajadores (por 1.000 personas de la población activa) empleados en sectores relacionados con la exportación. Después de California, la lista incluye Ohio, Nueva York, Pennsylvania, Illinois y Michigan, seguidos de cerca por Massachusetts, Nueva Jersey e Indiana. En vista de la pérdida de puestos presentes y previstos de trabajo en esas áreas —y de la importancia crítica que tienen esos estados para los demócratas en vista del fuerte apoyo de que disfruta Ronald Reagan en el sur y el oeste del país— es muy posible que para las elecciones de 1986 la situación provoque un gran resurgimiento de retórica proteccionista y de alianzas políticas, sobre todo si el crecimiento económico se desacelera mucho o si tropezamos con un período de recesión económica de algún género. Sin la euforia de crecimiento económico que ahora reprime los llamamientos al proteccionismo, las presiones podrían ser irresistibles.

En realidad, estas presiones ya se están manifestando. Según los datos citados por Robert Z. Lawrence de la Institución Brookings, el porcentaje de bienes manufacturados en Estados Unidos protegidos por restricciones no arancelarias como cuotas y otras barreras impuestas a la importación se elevó del 20 por ciento en 1980 al 35 por ciento en 1983. Es indudable que la situación debe ser peor actualmente.

La deuda de los países en desarrollo: ¿Carga soportable o bomba mundial de relojería?

En lo que se refiere a la deuda del tercer mundo se plantea un interrogante clave a largo plazo: *¿Se trata de un caso de iliquidez o de insolvencia?* Según las previsiones de William Cline, del Institute for International Economics, encaramos un problema de iliquidez temporal que mejorará *siempre que* los países miembros de la OCDE registren como promedio un crecimiento económico del 2,5 por ciento o más, los tipos de interés no rebasen el 12,75 por ciento para el LIBOR (tipo de oferta de préstamos a seis meses en eurodólares entre los bancos

principales de Londres), no prospere el proteccionismo, el dólar no suba, y se cumplan algunas otras condiciones (relacionadas por ejemplo, con las tasas de inflación y los precios del petróleo).

Le pedí a Bill Cline que pusiese en marcha sus computadoras y me dijese con qué *margen de maniobra* contamos. Después de todo, sabemos que la supervivencia del sistema financiero mundial y el bienestar económico de los países en desarrollo dependen de que la situación de la deuda mejore. Cline estima que si el crecimiento económico de los países miembros de la OCDE se sitúa entre el 1 y el 1,5 por ciento, el LIBOR alcanza el 15 por ciento y el valor del dólar no varía, el endeudamiento de los países en desarrollo se desboca. Incluso en el caso de que el LIBOR baje y se sitúe entre el 10 y el 11 por ciento en 1986, si el crecimiento económico fuese entre el 1 y el 1,5 por ciento, la capacidad crediticia sería menor. Con la tasa de crecimiento de los países miembros de la OCDE en un 2 por ciento y el tipo de interés en el 14,5 por ciento, tampoco mejoraría la capacidad crediticia de los países deudores. Por supuesto, todo esto demoraría el retorno a una situación normal de mercado y podría tener algunos efectos psicológicos graves.

No hay duda de que el margen es muy reducido, especialmente si tenemos en cuenta que no se ha creado ningún servicio financiero que pueda encarar una crisis de esa magnitud. Esto confiere al concepto de interdependencia un tono apremiante —la salida de la crisis de los países en desarrollo depende de una evolución favorable de los países del Norte— en materia de crecimiento económico, apertura de los mercados y freno a la escalada de los tipos de interés.

* * *

En resumen, hay quienes están dispuestos a considerar que la expansión económica de Estados Unidos es sencillamente un milagro de la política de oferta. Sin embargo, el auge de la inversión y el consumo en nuestro país también depende de que el resto de los países del mundo continúe enviándonos dócilmente bienes baratos y ahorro. Aunque esto nos venga bien como medicina reconstituyente, debemos preguntarnos si cabe mantener el rumbo que hemos fijado. Tornemos la vista hacia los déficit actuales de nuestra balanza en cuenta corriente, ligados al creciente nivel de deuda externa y al resurgimiento del proteccionismo que amenaza el comercio mundial, hacia el delicado equilibrio que se ha logrado con respecto a la deuda del tercer mundo y el hecho de que el sistema financiero mundial cuelga de la variación de unos pocos puntos porcentuales en las tasas de crecimiento o en los tipos de interés, o hacia las crecientes presiones a favor de monetizar la deuda interna y externa que podrían desencadenar una espiral de precios incontrolable. A mi juicio, se

llega a la conclusión de que el rumbo no se puede mantener a largo plazo. Sencillamente, los riesgos no concuerdan con el concepto de mundo que queremos y que deseamos legar a las generaciones venideras: un mundo de baja inflación, comercio abierto y firme política externa de Estados Unidos. Además, apartándonos de estos problemas macroeconómicos con los que ya estamos familiarizados, vemos que también enfrentamos otros problemas a nivel microeconómico. Me refiero a varias deficiencias que últimamente se han manifestado en el sector financiero privado.

¿Es propenso a los aneurismas el sector financiero privado?

Una recuperación económica duradera que depende de la liquidez y el crédito requiere también un sector financiero sólido. Sin embargo, al otear el horizonte de las instituciones financieras privadas, descubro indicios de tensión y fallas.

Algunos bancos dependen excesivamente de fuentes de recursos poco seguras y mantienen carteras de préstamos peligrosas, por lo dudosas. Los bancos en general, en esta etapa de la recuperación económica, no han registrado la mejora de sus balances ni la reducción de la proporción de préstamos no redituables que habría sido normal. La relación entre precios y ganancias es muy baja y también son bajos los niveles de los precios de los activos en relación con los valores contables, lo cual crea las consiguientes dificultades para recaudar capital social.

A medida que la desreglamentación progresa, las instituciones de ahorro continúan languideciendo en la sala de terapia intensiva, en donde se le administran continuamente inyecciones de capital público. En las compañías de seguros y en la Bolsa los protagonistas también dan muestras de tensión. El hecho de que veamos a novatos que manejan novedosos instrumentos financieros de alto riesgo plantea dudas no sólo con respecto al grado de participación de esas firmas sino también en cuanto al peligro que la situación representa para el resto del sistema.

Fuentes de tensión

Algunos de estos problemas se deben a causas económicas "normales" como, por ejemplo, las dificultades que atraviesan el sector de la energía, la agricultura o las operaciones de préstamo de las empresas mineras. Sin embargo, analizando la situación actual, tengo la impresión de que a medida que la desreglamentación libera a los participantes y la competencia ejerce una intensa presión para lograr utilidades lo más rápidamente posible, el sector financiero resulta cada vez más vulnerable.

Hay otros factores que también han contribuido a que la propensión a los aneurismas financieros sea mayor: el alcance mundial de los mercados financieros, la volatilidad sin precedente de los tipos de interés y de

cambio, la proliferación desacostumbrada de nuevos instrumentos financieros cuyo uso con frecuencia no se ha comprendido perfectamente, las deficiencias de gestión administrativa, contable y de auditoría de cara a una creciente competencia y toda clase de innovaciones, y también el hecho de que la línea divisoria entre las distintas categorías de instituciones financieras tradicionales se ha desdibujado y cada vez se intenta más pasar por alto el espíritu de la legislación bancaria y de Bolsa.

Baste con mencionar algunos episodios dramáticos recientes —Financial Corporation of America (FCA), Continental Illinois Bank, los problemas de los hermanos Hunt con la plata, Drysdale Government Securities, Banco Ambrosiano, Johnson Matthey y Schroeder Munchenmeyer— que todos conocemos. Sin embargo, estos y otros casos semejantes no sólo entrañan el sufrimiento privado que se experimenta al haber perdido la oportunidad de obtener cuantiosos beneficios. Algunos casos parecen indicar que se está poniendo en peligro la solidez del sistema financiero, una solidez que todos los tenedores de dólares desean y necesitan de la misma manera que necesitamos agua potable y aire puro.

La elevada y tornadiza inflación de los años setenta y ochenta ha sido una de las causas principales del vaivén de los tipos de interés y de cambio que intensificó las tensiones sobre algunos de los componentes principales de la normativa financiera. Por ejemplo, los elevados tipos de interés contribuyeron en gran medida a que se suprimieran los topes a los tipos de interés que disponía la regla Q. Estos mismos factores económicos elevaron también enormemente el riesgo financiero afrontado por las instituciones financieras y sus clientes. Ese mayor riesgo impulsó la demanda de nuevos instrumentos y modalidades de “gestión del riesgo”, como el mercado de futuros financieros, las opciones y los créditos recíprocos. Ninguno de estos instrumentos existía en 1971 y en su mayor parte se han creado en los últimos cinco años. Independientemente de otros factores, estos instrumentos representan una evolución loable.

Soy partidario entusiasta de esa evolución y de la desreglamentación. Se trata de una reacción necesaria y valiosa ante condiciones económicas que ahora son distintas. Les presté mi apoyo en el pasado —por ejemplo, Lehman Brothers fue uno de los principales patrocinadores de la norma 415 por la que se permitió la autorización permanente para emitir valores— y sigo estando a favor de esa evolución.

Sin embargo, es necesario que el mercado tenga una solidez incuestionable para que los cambios ocurridos produzcan el máximo beneficio. Es de suponer que la desreglamentación de toda recompensa para el sector privado debería entrañar la desreglamentación de todos los riesgos de ese sector, pero no siempre es así si el reglamento mantiene ciertas protecciones al tiempo que suprime las correspondientes exigencias y obligaciones. Algunos de los lamentables episodios financieros que

mencioné antes se han producido al parecer justamente por ese motivo. Asimismo, como señaló recientemente Anthony Solomon, “al desdibujarse la línea divisoria entre bancos comerciales, instituciones de ahorro, agentes de bolsa y compañías de seguros se han desencadenado nuevas olas de competencia. La marea está inundando una estructura normativa destinada a mantener claras distinciones entre todos esos sectores. En consecuencia, se trata de evadir constantemente la legislación nacional sobre actividades bancarias y bursátiles”¹².

No pretendo haber comprendido enteramente la gravedad, el carácter o las causas de todos estos problemas. Sin embargo, a mi juicio *es evidente* que los límites profesionales e institucionales tradicionales no se respetan. En realidad, parece existir un laberinto de cuestiones relacionadas con la reglamentación, la divulgación, la contabilidad, la auditoría y la gestión administrativa.

De hecho, al preparar esta disertación he percibido claramente que encaramos una dificultad fundamental: aunque son muchos los que se dan cuenta de la gravedad del problema en su conjunto, nadie parece haberlo descrito ni haber recopilado datos convincentes sobre la situación. Así que lo único que puedo hacer es presentar un bosquejo impresionista de algunos de sus efectos y de su importancia. Más adelante, terminaré mi charla proponiendo a todas las partes interesadas que con toda urgencia lleven a cabo un análisis completo del problema, *antes* de que suframos una apoplejía financiera y de que el Congreso, preso del pánico o la inquietud, se suma en una orgía de recriminaciones legislativas y de proyectos iatrogénicos.

Privatización de las utilidades, socialización de los costos

Algunas instituciones de ahorro y otras entidades han reaccionado ante la nueva libertad de gestión del pasivo promoviendo con entusiasmo nuevos tipos de instrumentos de crédito, como por ejemplo, hipotecas con tipos de interés variable. Algunas de estas innovaciones han salvado la vida a un sector que estaba en crisis y fueron necesarias para hacer frente a la estanflación mundial, a los tipos de interés elevados y variables y a la creciente pugna por los fondos disponibles. Sin embargo, otras instituciones de ahorro presionadas por la creciente competencia, están modificando ahora la manera en que conciben la gestión del riesgo, y se aventuran más con una estructura asimétrica de tipos de interés y con la calidad del crédito a fin de generar un mayor volumen de préstamos y comisiones.

¹²Véase Anthony M. Solomon, comentarios pronunciados ante la National Bankers Association [Asociación Nacional de Banqueros] el 17 de octubre de 1984, publicados en *Quarterly Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Otoño de 1984, pág. 2.

No hay nada censurable en correr riesgos para obtener beneficios. Sin embargo, pueden surgir problemas si la desreglamentación financiera, ligada a un sistema barato de seguro de los depósitos a un precio fijo, lleva a que los directivos adopten una estrategia de fuerte crecimiento y alto riesgo, al tiempo que garantizan la seguridad de los fondos de los depositantes. Si un cierto número de factores fallan, el contribuyente tendrá que sufragar parte del costo, en cantidad que en algunos casos podría sobrepasar las pérdidas sufridas por los accionistas. Está claro, sin embargo, que las empresas del sector privado deben fijar el precio de los seguros en función del riesgo.

Tomemos, por ejemplo, el crecimiento de la conocida empresa Financial Corporation of America (FCA). En seis años, el capital de esta institución pasó de \$1.000 millones a \$32.000 millones. En 1983, FCA suscribió el 25 por ciento de las hipotecas del sector de instituciones de ahorro y préstamo en California y casi el 10 por ciento de las de todo el país. Por supuesto, los depósitos de FCA estaban fuertemente asegurados. FCA adoptó una política mucho más arriesgada que la de otras instituciones similares en lo que se refiere a la calidad de los préstamos y la estructura de los tipos de interés, con el propósito de generar un mayor volumen de operaciones, más utilidades e ingresos más elevados por concepto de comisiones.

FCA había pasado a ocupar el duodécimo lugar entre las instituciones financieras estadounidenses, por orden de magnitud, y estaba a punto de transformarse en una de las diez instituciones más importantes cuando en julio de 1984 la Securities and Exchange Commission (SEC) [Comisión de Valores y Bolsa] interpuso objeción al método contable utilizado por la empresa para los compromisos a plazo y exigió que se presentase un nuevo estado de cuentas para el segundo trimestre del año, con lo que una partida de ganancias de \$75,3 millones en los primeros seis meses de 1984 se transformó en *pérdidas* de \$79,6 millones. Sin embargo, el éxito aparente logrado por la empresa ya había comenzado a producir imitadores en el sector de esas instituciones.

Recientemente cayó en mis manos un informe de más de 100 páginas sobre esa institución californiana¹³. El analista financiero que me lo entregó había archivado el informe bajo "Demencia contable". Con sólo leer los encabezamientos de algunas de las secciones se explican muchos de los problemas: "Hay ganancias y ganancias", "Hay además, ingresos provenientes de los bancos hipotecarios e ingresos bancarios" y "Ganancias 'centrales' por acción".

¹³Véase "FCA" Research Briefs [Informes analíticos sobre "FCA"], Sanford C. Bernstein & Co., Inc. (Nueva York), 10 de enero y 14 de febrero de 1984. Véase también Christopher R. O'Dea, "Straddling the Gap at FCA" [Puente sobre la brecha en la FCA], publicado en *Intermarket* (Chicago), vol. 1, No. 3, agosto de 1984, pág. 10.

El problema que tuvo que afrontar la FCA fue qué hacer con la asimetría de la estructura de los tipos de interés provocada por un crecimiento sin precedente. En 1983, por cada punto porcentual de aumento de los tipos de interés, el ingreso de la FCA previo al pago de impuestos se reducía en \$143 millones. De manera que la FCA se encontró a expensas de que los tipos de interés bajasen. Otro problema era el de la calidad de los activos. En septiembre de 1983, en casi el 19 por ciento de los préstamos otorgados en 1980 se presentaron dificultades. Sin embargo, un crecimiento enorme permite ocultar el problema de algunos créditos. “Si una institución duplica su actividad todos los años, la proporción entre el total del activo y el monto de créditos con problemas puede ser muy baja en todo momento”, se me hizo notar.

Las comisiones se estaban transformando en un componente cada vez mayor del ingreso y la FCA registraba al comienzo de un período de diez años el valor actual del ingreso correspondiente a todo el período, incluso en el caso de los préstamos en mora. Estos ingresos no líquidos se sumaban al patrimonio neto de la FCA y aparecían en el balance como “cargos diferidos y otros activos”, una partida que alcanzaba casi \$100 millones en 1983.

Si el público que pensaba depositar sus ahorros en la FCA hubiera tenido una idea más clara de la verdadera situación en que se encontraba la institución, quizás ésta se habría visto forzada a frenar su expansión. (Por supuesto, como los depósitos estaban asegurados y la FCA pagaba intereses más elevados que otros competidores, ¿por qué habrían de preocuparse los depositantes sobre la verdadera situación de la entidad? No obstante, podemos refutar este argumento señalando el éxodo de ciertos depositantes que se produjo al hacerse pública la difícil situación en que se encontraba la FCA tras las medidas adoptadas por la Securities and Exchange Commission.) Sin embargo, si la FCA hubiese crecido más lentamente desde el principio, quizás habría tenido que asentar menos préstamos incobrables en los libros, y la Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) [Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamo] habría incurrido en menores pagos de indemnización. Estoy casi seguro de que la FCA no habría adoptado la estrategia mencionada si hubiese tenido que pagar primas de seguro acordes con la magnitud y el tipo de riesgo asumido.

Este ejemplo nos indica la forma en que con nuevas prácticas empresariales y con los problemas contables y de supervisión creados por la modificación de la estructura normativa se puede abusar de las redes de seguridad que protegen al público, en que las empresas pueden “crecer” rápidamente con ayuda del subsidio del gobierno al seguro de los depósitos, en que las empresas expanden sus actividades incluso cuando la política monetaria pretende desacelerar el crecimiento del crédito, y en

que algunos directivos aceptan grandes riesgos para transformar a sus empresas en emporios tan importantes que luego no se puede permitir que vayan a la quiebra.

El Presidente de la Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) [Junta Bancaria Federal de Préstamos para la Vivienda] Edwin Gray, después de describir a muchas asociaciones de ahorro y préstamo como “equilibristas que bailan en la cuerda floja”, manifestó recientemente que a pesar de una aportación anual de casi \$1.000 millones por concepto de primas de seguros, la relación entre las reservas líquidas de FSLIC y el pasivo total del sistema de ahorro y préstamo está “empeorando continuamente”. Añadió lo siguiente: “Nos encontramos, pues, frente a una situación en que el crecimiento de los activos y depósitos del sector ha aumentado vertiginosamente a un ritmo que, con frecuencia, no concuerda con el patrimonio neto ni está siquiera ligeramente relacionado con la magnitud o el nivel de las reservas de FSLIC”. Las fuentes especializadas estiman que entre el 5 por ciento y el 10 por ciento de las 3.100 asociaciones de ahorro y préstamo del país han adoptado una estrategia arriesgada de rápido crecimiento mediante operaciones especulativas de préstamo e inversión¹⁴. ¿Podemos continuar esa tendencia que privatiza las ganancias pero corre el riesgo de socializar los costos?

Por supuesto, una forma de resolver este desequilibrio sería que el sector público no asegurara los depósitos. En algunos círculos se considera que se podría privatizar el seguro aproximadamente al mismo costo de las primas actuales, pues FSLIC arroja un superávit, es decir obtiene “utilidades”. Sin embargo, pocos observadores entendidos consideran que estos riesgos sistémicos se podrían trasladar al mercado privado con las primas actuales. Si fuésemos a confiar en una disciplina de mercado basada en la determinación de primas más acordes con los riesgos o en la actitud adoptada por los depositantes que no están asegurados, el mercado tendría que disponer de información más detallada sobre las operaciones de las instituciones, y pudiera ser que la reacción de los depositantes ante tan solo indicios preliminares de algún problema exacerbase las dificultades de financiamiento y acrecentase así la inestabilidad del sistema. Además, independientemente de la disciplina de mercado que se adopte, hay que considerar como normal un cierto porcentaje de quiebras.

En resumen, si bien estimo que habría que considerar la posibilidad de modificar el sistema de seguro de los depósitos, es menester reflexionar cuidadosamente al respecto. Sin embargo, me basta con imaginar la reacción del público de Nebraska ante el anuncio de que los depósitos ya no cuentan con un seguro federal para darme cuenta de que las

¹⁴Véase *Wall Street Journal*, 31 de octubre de 1984, pág. 4.

posibilidades de reforma suponen actualmente un suicidio político. Supongo, pues, que por ahora se mantendrá un sistema de seguros similar al actual y que podrían investigarse otros enfoques (como por ejemplo, umbrales de cobertura más bajos, primas más elevadas, restricciones sobre los tipos de operaciones que podrían realizar las instituciones de ahorro y préstamo para que pudieran recibir cobertura, o diferentes primas de seguro, quizás en colaboración con empresas aseguradoras privadas, que reflejen el riesgo inherente a los diversos tipos de operaciones).

Efecto de palanca, dominó tambaleante, nuevos instrumentos y riesgos desconocidos

En Wall Street se ha registrado un rápido crecimiento de varias entidades financieras, reglamentadas o no, que multiplican un escaso capital propio transformándolo en abultado balance gracias a la proliferación de nuevos instrumentos, entre estas operaciones de futuro, opciones y compromisos a plazo. De esta manera, como ya hemos visto, las grandes bazas de jugadores escualidos pueden sacudir a todo el sistema. A medida que ha crecido la inestabilidad de los tipos de interés también es mayor el riesgo de que las instituciones no reglamentadas, antiguas o nuevas, sufran grandes pérdidas en el mercado. En lo que se refiere a este grupo anárquico e indisciplinado de participantes en el mercado —algunos de los cuales disponen de muy pocas fichas— el “efecto de dominó” representa una posible amenaza para todo el sistema, independientemente de que la primera ficha del dominó se derrumbe en Chicago, Nueva York o Singapur. ¡Sálvense el comprador y el público!

Todos somos algo culpables. En algunos casos, las autoridades reguladoras no han supervisado como era debido ni siquiera las actividades más básicas de las empresas. Lo mismo puede decirse de las Bolsas. En otros casos, los especialistas en métodos contables y de auditoría han permitido que les adelanten los nuevos instrumentos y las prácticas novedosas. En algunos otros casos, los propios participantes han sido descuidados, insinceros o claramente deshonestos en la aplicación de los métodos contables y las normas de divulgación.

Nuestra sociedad no se contenta sencillamente con acumular una cuantiosa deuda, sino que también desea comercializar activamente esa deuda en los mercados secundarios con instrumentos que no existían hace cinco o diez años. Efectivamente, tras haber creado un importante mercado secundario nuevo de títulos hipotecarios en los últimos años, algunas firmas están investigando actualmente la creación de un mercado secundario de instrumentos de préstamo para automóviles. Es de suponer que, a renglón seguido, surgirán las opciones con respecto a préstamos para automóviles, las operaciones de futuro sobre dichos préstamos y las

opciones con respecto a estas últimas operaciones. Incluso si no llegamos tan lejos, las opciones actuales, como las relacionadas con las operaciones de futuros financieros y los índices Standard and Poor —que representan uno de los principales componentes del volumen de transacciones de la bolsa de opciones de Chicago (Chicago Board Options Exchange)— suponen una especie de “doble palanca financiera” de efecto desconocido. No hay nada intrínsecamente condenable en estos instrumentos, pero estamos creando una gama tan amplia de nuevos instrumentos que es poco probable que nosotros —incluidos los inversionistas, administradores, contadores, auditores y las autoridades reguladoras— podamos evaluar correctamente los riesgos que supone el uso imprudente de los mismos.

Los contadores y auditores pueden equivocarse: ¿Quién realiza la auditoría de los auditores?

Nuestros contadores deberían ayudar a los depositantes, inversionistas y autoridades reguladoras a determinar la *calidad* real de las ganancias y de las instituciones que las producen. Por ejemplo, hace sólo tres años, la mayor parte de los balances y estados de ingresos de las instituciones de ahorro en este país eran mucho más uniformes. En parte la situación se debe a la evolución de sus actividades, y en parte a la forma de contabilizar los ingresos por concepto de comisiones, el valor de los activos, los préstamos en mora y demás.

En lo que se refiere a la profusión de nuevos y oscuros instrumentos financieros, los titulares de algunas de las principales empresas contables y de auditoría me han confesado en privado que no siempre cuentan con los conocimientos necesarios para supervisar y efectuar la verificación de dichas instituciones, y que apenas alcanzan a comprender algunos de los instrumentos financieros más recientes y exóticos¹⁵.

La opinión que le merece al mercado de valores la presentación y solidez de la contabilidad de las “ganancias” de los principales bancos comerciales (así como sus perspectivas económicas) es ciertamente muy severa; en la actualidad las acciones de esos bancos se venden en general a menos de la mitad de su valor contable y ofrecen una relación muy baja entre precio y ganancias. Además, esta tendencia a la baja se manifiesta

¹⁵Me inquietó leer recientemente que una de las principales compañías auditoras había accedido a pagar casi \$20 millones a la empresa Marsh & McLennan Companies para resolver la demanda entablada por un accionista, aduciendo que los auditores no habían logrado detectar una negociación de bonos del Gobierno que había provocado pérdidas por valor de \$165 millones. No hace mucho esta firma de auditores llegó a un acuerdo, por un valor de \$50 millones con Chase Manhattan con respecto al caso Drysdale. Por supuesto, es probable que estas cuantiosas pérdidas —que constituyen un desembolso personal para los dueños de las compañías en cuestión— logren corregir los problemas más eficazmente que los informes de cualquier comisión o las medidas de política oficial.

en un momento muy poco propicio, justamente cuando los bancos necesitan disponer de un acceso favorable a los mercados de capital.

En algunos casos, los especialistas en cuestiones de valores son los que están mejor situados para desempeñar adecuadamente las funciones de supervisión. Por ejemplo, así era en el caso de la FCA. Sin embargo, aunque sean muy competentes, no pueden ni siquiera supervisar aunque sea superficialmente a todas las instituciones, por ejemplo, en general no se ocupan de las mutuas de ahorro y préstamo, las mutuas de seguros, los bancos privados de inversión o los agentes.

La profesión contable encara pues, algunos desafíos importantes. Se debería alentar a los miembros de la profesión a acelerar el análisis de los cambios que están teniendo lugar actualmente en el sistema financiero y elaborar nuevas normas contables uniformes para poder presentar un informe acerca de sus efectos en forma clara, congruente y razonable desde el punto de vista económico. Por supuesto, la Financial Accounting Standards Board (FASB) [Junta Normalizadora de la Contabilidad Financiera] ha definido adecuadamente en muchos casos la forma de manejar las ganancias producidas por diversas transacciones, el monto de reservas adecuado en el caso de las diferentes empresas y la forma de calcular esas partidas.

De igual manera, en otros casos, los directivos y las empresas de auditoría más conocedoras han reflexionado mucho sobre la frecuencia con que deberían efectuarse los diversos tipos de auditoría. Sin embargo, me consta que la auditoría externa de algunas empresas bastante inestables en el área de las inversiones sólo se realiza anualmente, mientras que una tormenta financiera puede desencadenarse en horas, días o semanas. Además, es evidente que las auditorías tendrán que hallar la forma de contratar y capacitar a profesionales que comprendan bien la negociación de algunos de los instrumentos financieros más exóticos.

Sin embargo, hay algo todavía más importante. Es probable que la mejor defensa para protegerse contra las dificultades de carácter financiero sea una buena gestión administrativa, tanto desde el punto de vista interno como al elegir las empresas con las que se mantendrán relaciones comerciales y las condiciones aplicables. No hay duda de que habrá que mejorar los sistemas de información sobre la gestión y el control interno en muchas empresas. De esta forma, la supervisión y el control más estrechos realizados por las autoridades reguladoras podría centrarse, cuando corresponda, en el funcionamiento, la calidad y el producto de estos sistemas de información.

Reglamentaciones aquí y allá

Hemos visto que las instituciones de ahorro encaran graves desafíos comerciales como, por ejemplo, la calidad de las carteras de inversión y el

grado de asimetría entre activos y pasivos. Es menester efectuar una evaluación independiente no sólo de los procedimientos contables y de auditoría sino también de los procedimientos reglamentarios de supervisión. Muchos observadores opinan que hay gran disparidad en la supervisión reglamentaria y contable, lo que significa que los bancos comerciales están sujetos a normas mucho más rigurosas que las instituciones de ahorro y, desde luego, que los bancos de inversión y otras firmas afines.

En lo que se refiere a la banca comercial, la reglamentación se caracteriza por la dispersión de la autoridad y la yuxtaposición de las jurisdicciones. Este es un vestigio de la época en que la preocupación principal era evitar la concentración del poder económico.

En algunos casos los resultados son muy extraños. Por ejemplo, la inspección de los bancos con licencia federal está a cargo del Comptroller of the Currency [Contralor de la Moneda], mientras que la de las sociedades bancarias de control está a cargo de la Reserva Federal. Si una asociación de ahorro y préstamo forma parte de una sociedad anónima de control, está sujeta a los requisitos contables y de divulgación de datos estipulados por la Securities and Exchange Commission. Sin embargo, si se trata de una mutua, hay pocos requisitos en materia de divulgación de datos aunque se le aplica la contabilidad reglamentaria. En lo que se refiere a los bancos comerciales, pueden elegir entre licencia concedida por uno de los estados o por el gobierno federal y, al nivel federal, la combinación de autoridades reglamentarias que ejercerán la supervisión, a saber, la Reserva Federal, FDIC o el Comptroller of the Currency. Sin embargo, la Reserva Federal inspecciona las sociedades bancarias de control bancarias en todos los casos.

Desde el punto de vista de la política oficial, estas posibilidades de elección pueden incitar a que se busque el foro más conveniente si los bancos desean modificar su fundamento orgánico después de haber tenido una experiencia “desagradable” con algún órgano reglamentario. Un ejemplo notable de este fenómeno ocurrió hace algunos años en Tennessee. Los bancos Butcher, ante la perspectiva de encarar una orden fulminante de cese de prácticas desleales emitida por el Comptroller of the Currency, lograron evitar la sanción transformando la licencia federal con que contaban en otra licencia estatal *en 24 horas*. Anthony Solomon señaló recientemente el efecto pernicioso que podría tener el hecho de que los inspectores bancarios estatales pudieran sentirse obligados, debido a presiones presupuestarias, a atraer clientes a sus áreas mediante reglamentaciones bancarias “liberales” y una supervisión menos rigurosa¹⁶. De esta

¹⁶Comentarios presentados por Anthony M. Solomon ante la National Bankers Association el 17 de octubre de 1984, publicados en *Quarterly Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Otoño de 1984, pág. 5.

manera se corre el peligro de que la reglamentación se establezca en el denominador común más bajo.

En lo que se refiere a los bancos de inversión, la reglamentación y auditoría son menos amplias y rigurosas que en el caso de los demás sectores de la industria de servicios financieros. Por lo común, las empresas bancarias de inversión establecen sucursales que no ofrecen garantías o agencias especializadas con un capital propio muy limitado, pero que efectúan operaciones de gran magnitud (los bancos comerciales pueden proceder de la misma forma). Además, los instrumentos que manejan las principales empresas bancarias de inversión son tan variados y complejos, y están sujetos a tantos niveles y diferentes tipos de reglamentación que dudo que los supervisores dispongan de los elementos de juicio necesarios para determinar el nivel adecuado del capital *total*.

En lo concerniente a las empresas más pequeñas y recientes de la comunidad financiera que se especializan en algunas de las operaciones más exóticas —opciones, futuros financieros, compromisos a plazo y otras transacciones por el estilo— con frecuencia su capital es sorprendentemente bajo en vista del volumen de las operaciones que realizan. Esto, a su vez, obliga a las cámaras de compensación y bolsas de valores que tratan con esas empresas a asegurarse de que, por ejemplo, dichas empresas ajustan el valor de sus activos al valor del mercado, que respetan las normas en cuanto a márgenes y que actúan en general de forma responsable y disciplinada.

Es probable que las cámaras de compensación puedan funcionar adecuadamente siempre que los movimientos del mercado no sufran muchas interrupciones. Sin embargo, también es probable que se presenten problemas de suficiencia o no del capital en épocas turbulentas, sobre todo en el caso de las compañías con menos respaldo. A su vez, estos problemas pueden afectar a otros participantes en el sistema (tomamos el caso de cartas de crédito concedidas a clientes de un banco que se utilicen como respaldo de posiciones a plazo sin cobertura y que podrían provocar un incremento vertiginoso de las obligaciones del banco emisor).

Por supuesto, las empresas de Wall Street pueden calcular su capital de forma distinta, según el carácter de sus operaciones. La Bolsa de valores de Nueva York (y también, por ejemplo, la Commodity Futures Trading Commission [Comisión de Negociación de Futuros de Productos Básicos]) aplica un método bastante sencillo que consiste en sumar los diferentes tipos de capital necesario aplicándoles distintos descuentos o “estilos de corte”. Por ejemplo, a diferencia de lo que sucede con el efectivo, los instrumentos comerciales están sujetos a una determinada tasa de descuento, las acciones ordinarias a otra, las opciones de compra y venta a otra también distinta, y así sucesivamente. De esta manera, la

Bolsa de valores de Nueva York aplica normas muy específicas en virtud de las cuales determina la necesidad total e individual de capital de las compañías que son miembros de la Bolsa, aunque incluso con este método hay ciertos tipos de operaciones que pueden adjudicarse a filiales no sujetas a los criterios fijados por la Bolsa. Los métodos aplicados en otras bolsas de valores varían considerablemente.

También existe una gran variación entre las diversas bolsas de valores en lo que se refiere al grado y calidad de la supervisión. Por ejemplo, algunos consideran que la Chicago Mercantile Exchange aplica de forma muy rigurosa las disposiciones relacionadas con el ajuste de las inversiones al valor de mercado y con los márgenes. También hay evidentes diferencias entre los diversos países en materia de supervisión y control de los mercados financieros.

Combinaciones contables y reglamentarias extrañas

Yo soy partidario de la desreglamentación de las instituciones financieras. Sin embargo, en este momento nos encontramos en una etapa de transición poco feliz, en que las nuevas libertades pueden entrar en conflicto con los antiguos elementos de restricción y protección, con resultados algo anómalos.

Por ejemplo, las autoridades reguladoras están apremiando a los bancos comerciales para que aumenten su capital a fin de reforzar esas instituciones. Sin embargo, en algunos casos los bancos pueden suprimir partidas en ambos lados del balance simultáneamente, con lo cual consiguen dar la impresión de que los coeficientes de reserva han aumentado. Los expertos me han señalado que hay muchas formas ingeniosas de eliminar estas partidas del balance —presentación de cuentas por cobrar, depósitos en tránsito, etc.— disminuyendo así el costo de los seguros de los depósitos. (Muchas de esas formas como, por ejemplo, las hipotecas utilizadas como garantía, se originaron en la desreglamentación del mercado financiero y las innovaciones consiguientes.) El problema está en que estas partidas no figuran en el balance, y aunque pueden estar efectivamente protegidas por el seguro de los depósitos resultan “invisibles” al efectuar el cálculo reglamentario de los coeficientes de reserva.

Con algunas instituciones de ahorro que negocian ocasionalmente en los mercados se presenta también esa falta de paralelismo entre la nueva libertad de acción y las antiguas normas y reglamentos contables. En el caso de FCA, esta falta de relación se manifestó en la compra y venta de préstamos —aunque hay otros muchos instrumentos comerciales (por ejemplo, los “anticipos en dólares” [préstamos concedidos para la compra de valores de próxima emisión] de la Government National Mortgage Association (GNMA) [Asociación Nacional de Préstamos Hipotecarios]

que suponen un compromiso de compra a plazo). Cuando el mercado es favorable, los participantes en estas operaciones pueden obtener el beneficio de lo que esencialmente es una cuenta de operaciones; cuando la situación es desfavorable, el valor de los activos es el de su costo histórico. Por supuesto, el fundamento filosófico de mantener activos de ahorro a su costo histórico reside en la costumbre, que todavía persiste, de guardar el título hasta su vencimiento. Sin embargo, en general, las costumbres han evolucionado y las normas reglamentarias y contables deberían ajustarse a los cambios ocurridos.

Es evidente que las autoridades reglamentarias financieras deben analizar cuidadosamente los métodos y principios de la supervisión, y en algunos casos, modificarlos. Por ejemplo, habría que volver a definir la idea de “capital primario” teniendo presente que actualmente los bancos adoptan diversas estrategias de diversificación del activo, y los diferentes activos ofrecen un perfil diferente de riesgo. Hace falta que las autoridades reguladoras vayan más allá de la relación entre “capital” y total del activo y centren el análisis en la relación entre capital y el riesgo de los diferentes activos. Además, las modalidades de financiación de los bancos son muy distintas. Algunos bancos, como Continental Illinois, obtienen hasta el 80 por ciento de los fondos de fuentes institucionales, mientras que otros obtienen una proporción mucho mayor de fuentes “particulares”. Es evidente que la vulnerabilidad de los bancos puede variar mucho según las fuentes, los plazos de vencimiento, la concentración y la diversificación de su financiamiento.

Hay algunas disposiciones que son anticuadas y que quizá sean contraproducentes. Por ejemplo, es posible que los reglamentos que restringen el establecimiento de sucursales bancarias lleven a que Continental Illinois tuviera que depender mucho más de fondos “comprados” y que ello modificara el carácter de los riesgos que afrontaba.

No obstante, todos estos ejemplos indican que hay una cuestión fundamental: puede que nuestro engranaje reglamentario actual no esté a la altura de los problemas planteados por esta nueva era de desreglamentación financiera, de innovaciones, y de mercados mundiales y cambios tecnológicos vertiginosos. Hace falta reexaminar toda esta cuestión como parte de un plan tendiente a que haya más disciplina en el sistema. Sin embargo, ello no significa que la labor tenga que reservarse al gobierno. Es necesario que los demás sectores participen y que los esfuerzos se combinen con un enfoque complementario en el campo de la contabilidad y la auditoría de cuentas.

* * *

He presentado un esbozo de la magnitud del problema de vulnerabilidad microeconómica del sector financiero privado, a saber, los aspectos de

reglamentación, la divulgación de datos sobre las empresas, la contabilidad, la auditoría de cuentas y la gestión. Sin embargo, se trata de un esbozo impresionista e incluso muy personal. Estoy perfectamente al tanto de que cada uno de los ejemplos que he citado puede explicarse de otra forma. Algunos consideran que las dificultades experimentadas por Continental Illinois constituyen un caso típico de mala gestión y de préstamos imprudentes. Otros opinan que el caso Drysdale se asemeja a un fraude a la antigua que se pudo realizar debido a la falta de control en otros sectores. Incluso es posible que con el correr del tiempo se ponga a FCA como ejemplo de la forma de sobrevivir en la situación apremiante que atraviesan las instituciones de ahorro. No obstante, a mi juicio son demasiados ejemplos del mismo tipo, y cabe vislumbrar otros, así como entrever que en muchos casos las causas son estructurales —sobre todo si comparamos la situación con la de otras industrias— como para que podamos quedarnos tranquilos. Me preocupa profundamente no poder hallar en ningún lado una descripción completa de los tipos, la magnitud o la interrelación de los riesgos que encaramos en esta materia; riesgos que pueden transformarse en una realidad muy desagradable si continuamos fijando el mismo rumbo fiscal que en términos generales considero insostenible. Me permito entonces proponer que tratemos urgentemente de comprender primero cuáles son las dificultades existentes para resolverlas luego de forma coordinada. Un mundo cuyas esperanzas descansan en una recuperación económica basada en el crédito no puede correr el riesgo de que las instituciones financieras sufran un colapso.

IV. ¿Qué podemos y debemos hacer?

El lado positivo de la situación

Lo que deseo hacer hoy es llamar al pan, pan y al vino, vino. Voy a señalar las paradojas, contradicciones y los peligros que enfrentamos. Sin embargo, quiero ser justo y objetivo y debo reconocer que la evaluación imparcial de las perspectivas no pinta en absoluto un panorama completamente sombrío. Hemos de superar problemas muy singulares, pero también se nos brinda la oportunidad única de lograr un crecimiento y una prosperidad económica duraderos que beneficiarían a todos los países del mundo. Ese futuro prometedor es el que anhelan muchas personas y especialmente los jóvenes. Tanto en este país como en otros, los jóvenes desean tener fe en que, con ambición, dedicación al trabajo, nuevas ideas y carácter emprendedor, podrán lograr aspiraciones que serán beneficiosas tanto para ellos mismos como para sus países. Actualmente contamos con los elementos que les permitirán lograr esa aspiración de obtener un nivel de vida mejor y más seguro.

Primero, aparte de lo que haya podido contribuir un dólar impulsado por el déficit, hemos logrado reducir la inflación en este país y en el mundo en general. Hemos aprendido que el crecimiento no se obtiene con la inflación, que el resultado en cambio, es estancamiento económico y desilusión. Debo señalar enfáticamente que Paul Volcker y sus colegas de la Reserva Federal, al encabezar el ataque contra la inflación y negarse a contemporizar con aquellos que podrían frenarlo, se han ganado nuestro profundo respeto y agradecimiento. Además, también hay que reconocer que el gobierno del presidente Reagan ha respaldado esos esfuerzos. Pueden estar orgullosos de lo que han logrado y también de los progresos realizados al continuar la política iniciada por otros de desreglamentar las industrias importantes, fomentando de esa manera una saludable competencia de precios que combate la inflación.

Segundo, hemos adoptado algunas medidas para evitar otra debilitante crisis del petróleo, como la eliminación de controles a los precios y el establecimiento de nuevas fuentes de suministros. Nos hemos protegido en grado bastante considerable contra una nueva crisis, pero es mucho lo que queda por hacer en la materia.

Tercero, hasta el momento hemos colaborado para resolver la crisis de la deuda de los países en desarrollo y si seguimos actuando de la misma forma, creo que con el tiempo lograremos restablecer una tasa de crecimiento económico tolerable y volver a una situación de solvencia fundamental. En parte, este éxito se debe a que todos los participantes han contribuido al proceso de ajuste. Es decir, que todos hemos compartido los sacrificios. Como sucede en estos casos, la evolución no siempre es pareja. Las autoridades de los países acreedores, sin embargo, han hecho gala de gran comprensión y deseo de colaborar, los bancos comerciales han cumplido las obligaciones que les correspondían y, lo que es todavía más importante, los países deudores han sobrellevado privaciones económicas que pocos países industriales habrían estado en condiciones de soportar desde el punto de vista político. El FMI y el Banco Mundial han desempeñado diferentes funciones en este proceso, pero hay que reconocer que el ambiente de crisis no se habría podido disipar de la misma forma sin su ayuda. Sin embargo, a más largo plazo, los mercados mundiales deben abrirse a las exportaciones de los países en desarrollo si hemos de mantener el progreso logrado hasta la fecha.

Cuarto, ahora sabemos claramente que una de las claves del crecimiento económico real es liberar el talento y las energías de los agentes económicos y proporcionar los incentivos necesarios para reforzar la inversión. Es evidente que la inversión es una baza en el futuro y que el pueblo no apostará si carece de confianza. Es indudable que en los últimos años se ha reafirmado la confianza del sector empresarial en este país. En

este sentido, el gobierno del presidente Reagan se ha lucido; ha percibido que el pueblo de Estados Unidos deseaba creer en el futuro, establecer nuevas empresas y poner en práctica nuevas ideas. Yo he participado en esa reactivación del sector empresarial y les confieso que es muy estimulante.

Sin duda, hemos de reconocer que cada país encara sus propias condiciones culturales y estructurales, sus propias tradiciones y sesgos. Pero independientemente de la forma en que se organice la economía, se deben poner en práctica las medidas que movilicen la iniciativa individual y fomenten la confianza. Los países que hagan caso omiso de estos principios lo harán por su cuenta y riesgo. No hay nada que simbolice más adecuadamente dicho riesgo que los miles de millones de dólares de la fuga de capitales que han agravado considerablemente la crisis de la deuda de los países en desarrollo. No obstante, hemos aprendido la lección y se están efectuando los cambios necesarios.

Así y todo, si bien me siento muy optimista con respecto a las posibilidades de crecimiento económico duradero con baja inflación y amplia distribución de los beneficios, no me hago ninguna ilusión con respecto a la urgencia con que hay que eliminar los obstáculos restantes y reducir lo que considero como riesgos de fracaso inaceptables. En Estados Unidos, estos obstáculos son una tasa de ahorro insuficiente, déficit presupuestarios gigantescos, el carácter frágil de nuestros mercados financieros y los enormes desequilibrios de la balanza comercial. En el exterior, los obstáculos son las tecnologías anticuadas, cargas tributarias excesivas, reglamentaciones asfixiantes, mercados rígidos de trabajo, restricciones impuestas a la movilidad, rentabilidad incierta y otras distorsiones e ineficiencias. Se trata de obstáculos tremendos que pondrán a prueba nuestra capacidad y voluntad.

No me gustan los proyectos descomunales y no presentaré ninguno en el día de hoy. Ni siquiera he preparado un plan coordinado a corto plazo para inspirar a los departamentos económicos de las instituciones aquí presentes. Pero sí les presentaré una serie de propuestas que podrían contribuir a fijar un rumbo económico mundial más razonable.

Propuestas para reducir la propensión a los aneurismas del sector financiero privado

Para reducir el riesgo de colapsos financieros, en primer lugar es menester comprender más claramente el carácter y la magnitud real de los problemas. Debemos tener una idea clara del conjunto. Sería necesario que los representantes experimentados de las diversas instituciones y profesiones se ocupasen de analizar el cúmulo de cuestiones reglamentarias, de divulgación, contables, de auditoría y de carácter administrativo.

¿Este proyecto debe ser de carácter oficial o privado?

¿Se debería crear una comisión presidencial u oficial de alto nivel para este fin? ¿Debería tratarse de un grupo de carácter privado? A mi juicio, una comisión presidencial o algo semejante sería más visible, gozaría de más prestigio y crearía mayor interés. Pongo por ejemplo el caso de la comisión presidencial sobre estructura y reglamentación financiera (Comisión Hunt) creada a principios de la década anterior¹⁷. Sin embargo, en lo que se refiere al tipo de proyecto previsto, esta forma de proceder podría tener ciertos inconvenientes. Con toda seguridad los miembros del Congreso —especialmente los representantes de la oposición y, en particular, los presidentes de las comisiones y subcomisiones parlamentarias pertinentes— insistirían en participar activamente, con frecuencia por motivos de carácter político. Además, se podría crear una burocracia improductiva temerosa de molestar a la Reserva Federal u ofender a otros organismos e instituciones. Asimismo, a un órgano oficial le sería difícil hacer hincapié en los peligros o fallas que se descubran pues se le presionaría para que no efectuara ningún pronunciamiento, aunque las circunstancias lo justificasen, que pudiese “socavar la confianza”.

Por consiguiente, a mi entender, un órgano privado respaldado por alguna fundación, estaría en mejores condiciones de emprender la urgente tarea de analizar el problema general y resolverlo. Supongo que el respaldo financiero debería representar entre \$1 millón y \$2 millones durante un período de uno a dos años. Los miembros principales donarían su tiempo y, en caso necesario, ofrecerían asistencia de sus instituciones en especie. Durante las labores preparatorias, se debería consultar al Secretario del Tesoro, a los presidentes de las comisiones parlamentarias pertinentes y a otros funcionarios de los poderes legislativo y ejecutivo para obtener la más amplia colaboración de todos. La idea sería que el Gobierno se comprometiese por adelantado a estudiar seriamente los resultados de la labor realizada (mediante reuniones públicas, contactos entre organismos gubernamentales, etc.).

El proyecto de comisión: Integrantes, procedimientos y atribuciones

En primer lugar, un pequeño grupo de personas experimentadas y competentes deberá tratar de determinar claramente cuáles son los

¹⁷En este contexto, cabe mencionar el informe de un grupo de trabajo encabezado por el vicepresidente George Bush, encargado principalmente de analizar los problemas de redundancia de las normas reglamentarias en el caso de los bancos comerciales y las instituciones de ahorro. Véase *Blueprint for Reform: The Report of the Task Group on Regulation of Financial Services* [Programa de reforma: Informe del grupo de trabajo sobre la reglamentación de los servicios financieros] (Washington: Government Printing Office), julio de 1984.

verdaderos problemas y las cuestiones fundamentales que deben estudiarse con mayor detalle en subcomisiones y grupos de trabajo especiales. En realidad, este grupo estaría a cargo de definir las atribuciones generales. Los miembros del grupo serían representantes de alto nivel de las principales profesiones e instituciones participantes, conocidas por su integridad, profundos conocimientos, amplitud de miras y merecedores del respeto de sus pares, así como por su capacidad incuestionable de superar intereses mezquinos. Teniendo presente esto último, las personas competentes que se hubieran jubilado recientemente o que hubieran pasado a ocupar cargos cualitativamente distintos de los que ocupaban previamente, reunirían las condiciones ideales para emprender las tareas mencionadas.

Conozco a varias personas —¿debería decir dechados de virtud?— que podrían desempeñar esas funciones admirablemente bien. Los integrantes de la comisión podrían proceder de distintos círculos: antiguos presidentes de la Reserva Federal, directores de algunos de los principales bancos de la Reserva Federal, Comptroller of the Currency; directivos de bancos de inversión, bufetes o empresas contables, gerentes de bancos comerciales, instituciones de ahorro, compañías de seguros, fondos de pensiones o empresas comerciales; profesores de economía o finanzas, altos funcionarios de algunos organismos públicos, antiguos presidentes de FDIC, FSLIC, FHLBB o de entidades estatales importantes; directivos de bolsas de valores, lonjas o mercados de opciones; miembros prominentes de FASB, y otras personas de igual rango.

La tarea inicial de definir las atribuciones será muy difícil. Las atribuciones del grupo deberían contemplar un margen de acción considerable para analizar nuevas áreas críticas. Es indudable que en el curso del análisis se plantearán vinculaciones imprevistas entre los diversos componentes del problema, pero hay tres tareas que representan la clave del éxito: establecer los temas de estudio, fijar el enfoque apropiado y definir los problemas de forma tal que se puedan resolver en un plazo relativamente breve.

A medida que el grupo vaya delineando sus atribuciones, deberá ir eligiendo las personas más capacitadas y experimentadas para formar parte de las subcomisiones y los grupos de trabajo. Es muy probable que se trate de profesionales de nivel relativamente elevado. Podrían estar representados varios sectores: el sector comercial, mercantil y de bancos de inversión, las instituciones de ahorro, empresas comerciales, cámaras de compensación y entidades supervisoras, las compañías de seguros, los fondos de jubilación, las diferentes bolsas, asociaciones industriales financieras, los bufetes y las auditorías importantes, los organismos reguladores estatales y federales, las instituciones académicas y también los inversionistas y los sectores interesados del público en general.

Descripción general de las atribuciones de la Comisión

Es imposible regresar a los viejos tiempos de la reglamentación financiera ni tampoco sería conveniente, por ejemplo, restablecer el rendimiento rígido y poco competitivo de los depósitos para subvencionar a instituciones hipotecarias poco competitivas. Sin embargo, seguimos encarando una serie de cuestiones filosóficas y prácticas importantes sobre la forma de mantener el control y equilibrio adecuados en la reglamentación de todo el sistema financiero. Como mínimo, es necesario emprender urgentemente un examen sectorial profundo de las causas de vulnerabilidad financiera y de los puntos débiles del sistema. Al mismo tiempo, la comisión efectuaría un análisis completo de toda la industria de servicios financieros para señalar algunas vinculaciones importantes que los grupos cuya preocupación fundamental se centra en sus propias áreas de actividad, instituciones o profesiones dejan de lado con frecuencia.

No conozco estas cuestiones inmensamente complicadas y delicadas lo suficiente como para tener una idea clara de los problemas básicos. Sería presuntuoso de mi parte sugerir siquiera algunos de los aspectos fundamentales que el grupo podría tratar de encarar. Sin embargo, vale la pena estructurar el alcance de esas cuestiones pues las respuestas podrían orientarnos por caminos que llevarían a destinos muy distintos. Por ejemplo:

1) El propósito de asegurar los depósitos ¿debe ser *evitar* el riesgo o fijarle un *precio* adecuado (reconociendo lo difícil e inconveniente que esto podría resultar *dentro* de un renglón determinado de actividades)? Es decir, ¿deseamos evitar *todas* las quiebras de las instituciones financieras —o por lo menos, la quiebra de las de gran magnitud— o estamos dispuestos a aceptar un porcentaje “normal” de quiebras acorde con la determinación eficiente del precio del riesgo? En términos más generales, ¿deseamos que nuestro sistema reglamentario sirva para *evitar* abusos y errores costosos? ¿O deseamos que las autoridades fijen normas y procedimientos básicos tendientes a promover la conducta adecuada, pero limitando fundamentalmente su intervención a aplicar de forma rápida y eficazmente la *sanción* del caso, desalentando de esa forma a los infractores? ¿Cómo se logra un equilibrio?

2) ¿Se deben ajustar las reglamentaciones en función del tipo de instrumento, transacción, sector de la industria, institución, tipo de riesgo, área geográfica u otros criterios?

3) ¿Qué enfoque se debe adoptar para la *coordinación* de la reglamentación y la supervisión, especialmente en el caso de transacciones internacionales? ¿Deberíamos considerar la posibilidad de ampliar el enfoque del Comité sobre Reglamentaciones Bancarias y Prácticas de Supervisión (Comité Cooke)?

4) ¿Cuándo debemos impartir a la supervisión de nuestros bancos e instituciones de ahorro un sesgo a favor de los accionistas e inversionistas —lo cual supondría una considerable divulgación de información al público— y cuándo debemos inclinarnos hacia el depositante —lo cual supondría reducir los requisitos de divulgación— para que con el tiempo se corrigieran los problemas y evitasen las especulaciones en provecho propio y otras situaciones inestables?

Otros elementos más específicos de las atribuciones de la comisión

Es evidente que no se puede indicar de antemano cuáles serían las demás cuestiones de carácter más específico, pero estoy casi seguro de que entre ellas habría que incluir ciertos temas que me permito indicar a continuación:

1) *Carácter adecuado de las medidas de carácter privado adoptadas por ciertos sectores.* Las instituciones financieras, alarmadas por la magnitud de algunas de las pérdidas sufridas en los últimos años han establecido sistemas de autodefensa cada vez más firmes. Por ejemplo, esta tendencia se ha manifestado en los esfuerzos desplegados para fijar límites bilaterales a los sistemas de compensación internacionales e interbancarios. Esto está muy bien pero, desde el punto de vista de la política general, cabe preguntarse lo siguiente: ¿Son adecuados estos métodos adoptados en beneficio propio o con el fin de autoprotegerse? El reverso de la moneda ofrece el riesgo, por ejemplo, de que estas medidas privadas creen prácticas demasiado *restrictivas* que interrumpen completamente las corrientes crediticias hacia los países en desarrollo.

2) *Desigualdades reglamentarias.* ¿Dónde se encuentran las fallas de la estructura reglamentaria que podrían representar un peligro? ¿Dónde se superponen las jurisdicciones? ¿Es perjudicial el hecho de que la autoridad esté fragmentada? ¿Hay reglamentaciones anticuadas o contraproducentes?

3) *Desreglamentación.* En lo que se refiere a los bancos comerciales, quizá fuera conveniente analizar la expansión geográfica (actividades interestatales de la banca) y la proliferación de instrumentos financieros (particularmente en el campo de los valores, seguros y bienes raíces). Se dispone de mucha información porque en 1984 se trataron de promulgar leyes sobre estas cuestiones bancarias, sin éxito. En el caso de otras instituciones financieras y de otros participantes en el mercado, la comisión deberá determinar el grado de desreglamentación y sus consecuencias y perspectivas.

4) *Instrumentos para controlar el riesgo.* Como ya he señalado, en la actualidad se utilizan ampliamente los futuros financieros, las opciones, los créditos recíprocos y otros instrumentos afines. Estos instrumentos

pueden ser muy útiles para controlar el riesgo financiero. La cuestión está en determinar la medida en que dichos instrumentos han mejorado ese control y la forma en que han repercutido en la seguridad y evolución global del sistema financiero. ¿Cuáles son las modificaciones que se podrían efectuar en lo que se refiere al uso de los instrumentos o a la conducta de quienes los utilizan?

5) *Reglamentación de la estructura del capital y otras cuestiones afines.* Tras la crisis internacional de la deuda de 1982 y las graves perturbaciones industriales causadas por la recesión, los bancos y las autoridades reguladoras adoptaron diversas medidas para reforzar la estructura del capital y la seguridad. Los coeficientes de capital primario y total han aumentado como consecuencia de las presiones reglamentarias y de las decisiones adoptadas por los banqueros. La comisión deberá centrar particularmente la atención en el efecto de esas modificaciones de la estructura del capital, haciendo hincapié en los cambios que podrían reforzar la seguridad de los bancos. A continuación, el grupo deberá analizar las necesidades totales de capital de las instituciones financieras no bancarias, tanto en lo que se refiere al nivel del capital como a las modificaciones cualitativas necesarias. También se deberían analizar las reglamentaciones en materia de divulgación, actualización del valor de los activos y requisitos con respecto al margen para toda la gama de participantes en el mercado financiero.

6) *Propósito y efecto del seguro de los depósitos.* John Heimann alega, con razón, que debemos decidir si el verdadero propósito del seguro de los depósitos debe ser proteger a los depositantes, a los bancos o al sistema financiero. La mayoría de los expertos están de acuerdo actualmente en que el costo de nuestro sistema de seguros no corresponde adecuadamente al riesgo, lo que fomenta la adopción de decisiones que son incorrectas o excesivamente arriesgadas. En principio, esta cuestión es independiente de la de determinar quién debe pagar el seguro, pero es evidente que ambas están muy relacionadas. Desde el punto de vista económico, hay que tratar de crear un sistema que resuelva con eficacia ambas cuestiones, es decir, un sistema que permita fijar correctamente el precio del seguro y que al mismo tiempo traslade plenamente la carga del costo a los beneficiarios de un sistema seguro para los depósitos del sector privado. Por supuesto, hasta el momento, no ha habido ningún costo para el contribuyente. FDIC disfruta de un amplio superávit de aproximadamente \$17.000 millones, aunque FSLIC está emitiendo señales de alarma. De manera que la dificultad que debemos superar es permitir que haya un margen suficiente para competir impidiendo al mismo tiempo que se abuse de la red de seguridad extendida por el sector público y que implícitamente protege al sistema financiero. Tenemos que hallar un equilibrio entre privatización de las ganancias y posible socialización de

los riesgos. Para lograrlo, debemos conocer claramente cuáles son las verdaderas funciones que debe desempeñar el sistema.

7) *Fallas contables y de auditoría.* ¿Cuáles son en verdad los problemas que plantean las normas y técnicas aplicadas actualmente en cuestiones de auditoría y contabilidad? En vista de las modificaciones sufridas por las tecnologías, mercados, instrumentos financieros y reglamentaciones, es indispensable que nuestros contadores puedan proporcionarnos un informe adecuado y razonable sobre la situación económica de las empresas. Se deben plantear a los especialistas todos los aspectos relacionados con la frecuencia, la cobertura y los métodos utilizados tanto para la auditoría interna como externa. (Por supuesto, es muy probable que la energía mental y física de los auditores que estén tratando de resolver de forma amistosa una demanda entablada por incompetencia esté “perfectamente concentrada” en esos problemas, con toda certeza mucho más de lo que podría lograr el informe de una comisión.)

Es necesario adoptar urgentemente medidas de carácter privado

El procedimiento reglamentario no deja de tener sus propios clientes o grupos interesados. Por ejemplo, hay quienes alegarían que los clientes más importantes de los organismos reguladores son los presidentes de las comisiones parlamentarias pertinentes. Por supuesto, estos presidentes no son inmunes a los beneficios de carácter político que podrían derivarse de investigaciones públicas sobre supuestos nuevos abusos o sobre la “necesidad” apremiante de adoptar nuevos reglamentos. Este fenómeno subraya uno de los motivos por los cuales deberíamos tratar de adoptar medidas preventivas para eliminar los puntos vulnerables y débiles del sistema.

Si el sector privado en colaboración con las autoridades pertinentes toma la iniciativa, podrá adoptar medidas eficaces para evitar o reducir al mínimo el tipo de episodios financieros que podrían resultarles muy costosos a los contribuyentes y accionistas, y que podrían inducir al Congreso a adoptar leyes contraproducentes, exageradas e incluso vengativas.

Este es el motivo principal por el que es importante que el sector privado tome ahora la iniciativa de analizarse con ojo crítico y establecer su propio mecanismo de supervisión para evitar los episodios perjudiciales. De este modo los mercados serían más seguros, más eficientes y verdaderamente libres, y los inversionistas y el público en general podrían depositar justificadamente en ellos su confianza.

Pero *no* me parece adecuado que este proceso se demore hasta que suframos otra ola de traumas financieros a nivel microeconómico que incida sobre los extensos sectores vulnerables al nivel macroeconómico.

He lanzado un llamamiento para que se efectúe una investigación profunda de los elementos clave de nuestro sistema financiero. Reconozco de buen grado que lo he hecho desde un enfoque impresionista de los posibles peligros y de sus causas. No es absolutamente imposible que la comisión que propongo, tras estudiar cuidadosamente los síntomas, declarase que no son graves, que reafirme los paliativos existentes y otorgue su bendición, después de presentar algunas propuestas moderadas. Con toda franqueza, esto me agradaría y aliviaría en alto grado, y sospecho que lo mismo les sucedería a los miembros del Congreso y al público en general. Sin embargo, con igual franqueza debo confesar que no creo que llegasen a esa conclusión tan placentera. Ahora bien, es mucho mejor que nos den un diagnóstico inquietante y el tratamiento que corresponda en lugar de que nos tranquilicen, diciéndonos que disfrutamos de buena salud y que “no debemos preocuparnos por esas palpitaciones, ni ese bulto, ni esos desmayos, ya que no revisten ninguna gravedad y probablemente tienen una explicación muy sencilla”.

La deuda y la evolución económica de los países en desarrollo

En ocasiones especiales como ésta siempre se siente la tentación de lanzar alguna propuesta magistral tendiente a estabilizar las dificultades de la deuda del tercer mundo, fomentar el desarrollo mundial o algo por el estilo. No voy a sucumbir a la tentación. Debo reconocer que tengo algunos motivos de fondo para no presentar propuestas complejas con respecto a la deuda de los países en desarrollo, por ejemplo, que ciertas ideas son innecesarias, y que otras son inconvenientes e incluso contraproducentes.

Sin embargo, el motivo fundamental por el que no he de añadir otra propuesta a las existentes es que, en su mayoría, los planes sencillamente no son viables desde el punto de vista político, dada la coyuntura actual de restricción presupuestaria e inquietud interna. Por ejemplo, la enorme diferencia entre lo que la mayoría de los líderes políticos *saben* que debemos hacer sobre nuestra crisis fiscal y lo que están *dispuestos* a hacer nos da una idea de la falta de voluntad política de aceptar cierta disciplina en beneficio propio. Lo mismo cabe observar sobre la diferencia entre lo que sospechamos que *deberíamos hacer* en el ámbito internacional y las medidas que efectivamente adoptamos en la materia. No necesito explayarme sobre el triste ejemplo de la reciente postura adoptada por Estados Unidos sobre el apoyo brindado a los programas de desarrollo económico mundial y las necesidades afines de las instituciones.

La cuadratura del círculo: El aspecto de la política interna al examinar los planes de desarrollo internacional

En lo que se refiere particularmente a los problemas que plantea esta cuestión, los \$175.000 millones de nuestro déficit presupuestario y los \$100.000 millones de nuestro déficit de la balanza en cuenta corriente entran en conflicto con la evidente necesidad de que Estados Unidos respalde firmemente a las instituciones internacionales, necesidad que concuerda con mi propia opinión en la materia. En estas circunstancias, las medidas que adoptemos revestirán forzosamente un carácter simbólico y psicológico más que financiero.

Para dar una idea de la diferencia entre la forma en que consideramos las cuestiones económicas de orden interno y las de orden internacional, podemos analizar lo siguiente: 1) los recientes ajustes por concepto del costo de vida que podrían representar unos \$5.000 millones más que las recomendaciones de la Comisión de Seguridad Social se adoptaron en lo que dura una conferencia de prensa; 2) a renglón seguido, se perdonaron deudas contraídas por los agricultores por concepto de \$600 millones a \$700 millones, y sin embargo, 3) recientemente, Estados Unidos se negó a aceptar el nivel propuesto de financiamiento para la séptima reposición de fondos de la Asociación Internacional de Fomento acordado inicialmente por el resto de los demás países donantes, nivel que de todas maneras habría representado una reducción real considerable del programa. Además, la cantidad más elevada que se había considerado habría supuesto para Estados Unidos una autorización de fondos de sólo \$250 millones por año durante un trienio. Hay que tener presente asimismo que se trata de un compromiso cuyos beneficios se habrían multiplicado gracias a las contribuciones de otros países y que habría generado ventajas directas para Estados Unidos.

El analfabetismo de Estados Unidos en cuestiones económicas internacionales

Esta situación económica asimétrica destaca la tremenda necesidad de que el público esté consciente y se informe acerca de la evolución de los países en desarrollo, tanto en lo que se refiere a los problemas de ese grupo de países como a su vital vinculación con los países desarrollados. Por ejemplo, la disminución de las exportaciones de Estados Unidos a América Latina *exclusivamente*, como consecuencia de la inestabilidad financiera y el estancamiento económico, le ha costado a Estados Unidos aproximadamente medio millón de puestos de trabajo. Así y todo, me temo que el tercer mundo constituya un tema soporífero —"sopo"—, como decíamos en la época del gobierno del presidente Nixon. En una encuesta reciente de las preferencias populares, la asistencia a los países

en desarrollo se situó en el último lugar de una lista de 14 prioridades; el penúltimo lugar lo ocupó uno de los temas preferidos de todos los tiempos del público estadounidense: el aumento de sueldo de los funcionarios públicos.

Esta actitud también se manifestó claramente cuando Katherine Graham —presidenta del Directorio del *Washington Post* y una de las mujeres más poderosas de Estados Unidos— y yo presentamos nuestro informe sobre el resultado de las deliberaciones de la Comisión Independiente para Cuestiones de Desarrollo Internacional (Comisión Brandt). De los 30 miembros, sólo 4 asistieron, incluidos los dos presidentes de subcomités que habían convocado la reunión. La actitud del pueblo estadounidense en esta materia me recuerda la anécdota del profesor de filosofía que preguntó a su clase: “¿Qué es peor, la ignorancia o la apatía?” Un estudiante soñoliento le contestó desde el fondo del aula: “No lo sé ni me interesa”.

Liderazgo en una era de restricciones

En vista de estos problemas y de las evidentes limitaciones internas, es imprescindible conciliar la necesidad de que Estados Unidos asuma el liderazgo y preste su apoyo con la realidad de nuestra situación fiscal.

Es muy cierto que podemos alentar a algunos de nuestros aliados que disfrutan actualmente de superávit de la balanza de pagos (Japón, entre otros) a que participen más activamente. Además, deberíamos comprometernos a unirnos a ellos más adelante, cuando sea posible.

Es muy cierto que podemos respaldar esfuerzos que no requieran nuevos compromisos considerables ni entrañen costos adicionales para el presupuesto federal.

Es muy cierto que podemos alentar especialmente a los países en desarrollo que hayan adoptado medidas internas razonables (*no* a los países que conceden subsidios indiscriminados, imponen controles a los precios, cuentan con monedas sobrevaluadas, legislan impuestos contra-productivos y toman otras medidas por el estilo).

Es muy cierto que podemos respaldar esquemas (como por ejemplo un Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio —GATT— en cuestiones de inversión) que alienten la inversión privada en los países en desarrollo.

Es muy cierto que podemos alentar a los países en desarrollo avanzados a ingresar como miembros de pleno derecho en el GATT —con verdadera voz en el curso de las negociaciones— beneficiándonos mutuamente con la apertura de sus mercados.

Es posible que sobre nuestros recursos financieros pesen limitaciones temporales, pero ello *no* debe impedirnos el participar de forma positiva ni de estimular los cambios constructivos. En este sentido, confiamos en que

la reciente propuesta presentada por el Secretario Regan de celebrar una reunión más prolongada del Comité Conjunto de las Juntas de Gobernadores del Banco y del Fondo para la Transferencia de Recursos Reales a los Países en Desarrollo se utilice provechosamente.

Mayor disciplina internacional; lo que puede hacerse

Todos dicen que hace falta más “disciplina” en el sistema económico internacional. ¿Pero qué medios se usarán para lograrlo? Estas ideas me recuerdan lo que decía el Senador Long: “no me cobres impuestos a mí ni a él, cóbraselos a aquél bajo el laurel”.

Hay una gran diferencia entre la forma en que nuestras instituciones internacionales imponen disciplina a los grandes países desarrollados y a los pequeños países en desarrollo, a los países “superavitarios” y a los países “deficitarios”. Los números lo demuestran a las claras: entre los 35 países aproximadamente que cuentan con programas con el FMI, no hay ningún país industrial.

Los países más débiles necesitan dinero; sus mercados están expuestos y sus problemas económicos se ventilan en público. Se pueden identificar claramente los premios y los castigos, de forma tal que se ejerce verdadera influencia.

En lo que se refiere a los países industriales clave las reglas del juego son completamente distintas. En la mayoría de los casos, la influencia no se manifiesta mediante el dinero, puesto que no lo necesitan, ni tampoco se basa en las normas, ya que estos países las infringirán. Así pues, los países más importantes gozan de mucha rienda antes de que el mercado los frene, lo cual no solamente es muy perjudicial para ellos sino también para los demás países y para el sistema en general.

¿Qué se puede hacer en estos casos? Es imposible considerar siquiera la posibilidad de adoptar sanciones oficiales en vista de la magnitud y el poder político de los países en cuestión. Cabe suponer que si el mayor volumen de déficit presupuestarios y comerciales de toda la historia de Estados Unidos —junto con un presidente republicano y la presión ejercida por la mayor parte de la comunidad empresarial— no pueden obligar a Estados Unidos a adoptar una postura más disciplinada, es muy poco realista suponer que Estados Unidos prestará mucha atención a las críticas de las entidades de carácter internacional. Siguiendo con la misma metáfora, las instituciones monetarias internacionales se asemejan a un jinete que carece de la fuerza necesaria para controlar a ese potro brioso que es Estados Unidos.

¿Pero no podríamos explorar al menos la forma en que las diversas medidas podrían acrecentar moderadamente la comprensión pública y política de estos temas, acrecentando así la presión ejercida para acentuar la disciplina?

Mejor supervisión: Propuesta de crear un organismo examinador adscrito al FMI

Al preparar esta conferencia comprobé, inquieto, lo difícil que era determinar de forma clara y objetiva la posibilidad de mantener nuestro rumbo actual. ¿Dónde están nuestros órganos oficiales con sus expertos y computadoras? ¿Por qué presentan informes tan anodinos? ¿No deberían estarle planteando al público más claramente las cuestiones cruciales?

Por ejemplo, a principios de año el Departamento del Tesoro de Estados Unidos presentó un informe que se podría haber denominado "Apología del déficit", con el propósito de poner seriamente en duda todo vínculo entre déficit, tipos de interés y tipos de cambio. Con todo el debido respeto, cabe preguntarse por qué no se ha efectuado públicamente el análisis de ese informe, en vista de que, *en privado*, prácticamente todos los órganos oficiales reconocen que los vínculos existen y son muy estrechos, aunque evidentemente no se trata sencillamente de una relación unívoca. En lo que se refiere a esta cuestión, al parecer las tensiones políticas y burocráticas son tan pronunciadas que obstaculizan el debate técnico. Toda crítica de carácter profesional se considera sencillamente partidismo.

Conozco bien el procedimiento de consultas y otras formas de supervisión previstas en el Convenio Constitutivo del FMI. A mi juicio y a juicio de otras personas con las que he podido conversar al respecto, esos procedimientos tienden a carecer de sentido en el caso de los principales países. Estas cuestiones difíciles sólo se analizan francamente en privado. El análisis público supone que todo lo que se diga será anodino, favorable y siempre cortés.

En el caso de los principales países industriales, superavitarios o deficitarios, hasta los informes internos suelen requerir el acuerdo del país interesado. No es sorprendente entonces que los resultados que se publican tiendan a diluirse cuando se refieren a los grandes países.

Por diversos motivos, este lamentable estado de cosas es comprensible. Al FMI le es sumamente difícil cuestionar las medidas de política adoptadas por un país como el mío, el cual, después de todo, es el principal accionista, provee el Subdirector Gerente y hospeda a la institución en nuestra capital.

Por consiguiente, quizá convendría explorar la posibilidad de preparar informes anuales y de auditoría de los principales países superavitarios y deficitarios y darlos a la publicidad. Se podría crear por ejemplo, un órgano examinador independiente, de carácter externo y no permanente—adscrito al FMI—cuya experiencia, eminencia, integridad y, desde luego, valentía, fuesen ejemplares. Supongamos que los miembros de dicho grupo pudiesen expresar públicamente sus opiniones y presentar otras declaraciones del mismo carácter. ¿Existen personas tan sabias y

santas? Con toda seguridad, estamos de acuerdo en que el Congreso de Estados Unidos debería comprender más cabalmente la forma en que la economía estadounidense repercute en la economía mundial y viceversa. ¿Por qué entonces no permitir que estos auditores externos declarasen ante el Congreso? ¿No sería posible que los informes y las declaraciones presentados por ellos ayudasen al menos a convencer a Estados Unidos y a otros países de la necesidad de acentuar la disciplina en sus economías?

¿Nuevos sistemas de tipos de cambio?

La consideración de otros sistemas de tipo de cambio siempre resulta bastante atrayente, sobre todo si centramos la mira en cuestiones relacionadas con el sistema actual (por ejemplo, las amplias fluctuaciones de las monedas que ahora causan mayor incertidumbre en materia de inversión y planificación, encareciéndolas). ¿Qué podemos hacer al respecto? Mi impresión es que como punto de partida debemos reconocer que el disponer de una estructura sensata de tipos de cambio es un importante objetivo de política económica. Esto se aplica especialmente a la actitud de mi propio país.

No hace tanto tiempo que el presidente Nixon hizo aquel comentario tan pintoresco sobre la lira, que reveló el nivel de conocimientos de los rectores de la política económica internacional en Estados Unidos. Cabría comparar ese nivel con el que muestra un Giscard d'Estaing, un Ted Heath o un Helmut Schmidt.

Las convicciones del público estadounidense también representan otro obstáculo. Se considera siempre que el dólar "fuerte" representa una ventaja. ¿No deberíamos usar la idea contraria a ese eufemismo? ¿Un dólar demasiado caro? ¿Un dólar costoso? ¿Un dólar inflado? ¿Un dólar sobrevaluado?

Tengo mis dudas de que se puedan adoptar nuevas normas en lo concerniente a los tipos de cambio, con la disciplina que ello requiere, hasta que el pueblo de Estados Unidos alcance a comprender estas ideas básicas. Y en todo caso, mientras el dólar se mantenga tan fuera de línea —y el presupuesto esté tan desequilibrado— es poco probable que podamos tan siquiera considerar la posibilidad de revisar el sistema de tipos de cambio.

No obstante, debemos continuar estudiando las opciones que se presenten. La experiencia adquirida con el Sistema Monetario Europeo (SME) nos indica que un sistema de tipos de cambio más fijos puede reforzar la disciplina interna, por lo menos en aquellos países miembros que mantienen relaciones especiales entre sí. Es una cuestión que se debe analizar en profundidad. Lo mismo cabe decir de una serie de conceptos clave que sustentarían todo nuevo sistema monetario que se supone sería más "rígido". Por ejemplo, ¿sería fácil acaso llegar a un acuerdo sobre el

significado de la expresión “asimetría generalizada del mercado”? Esta frase sería considerada una incongruencia en Chicago, donde supuestamente me instruyeron.

A mi juicio, este breve análisis de la modificación de los sistemas cambiarios y de supervisión demuestra que las posibilidades de imponer disciplina desde el punto de vista internacional son muy limitadas —aunque reales—, especialmente en comparación con la posibilidad de mejorar la actuación fiscal en cada país. Me referiré a estas posibilidades más adelante.

¿Quién mantiene qué activos y por qué?: Propuesta de estudio que nos explique mejor los factores determinantes de las corrientes de capital

Si bien con frecuencia se analiza la necesidad de acrecentar la estabilidad de los tipos de cambio y la supervisión, tan solo pronosticar las fluctuaciones monetarias será muy difícil a menos que tengamos una idea más clara de la forma en que las corrientes de capital circulan hoy día por la economía mundial. Los fundadores del sistema de Bretton Woods no se preocuparon demasiado de las corrientes de capital privado. Sin embargo, como sabemos, actualmente las corrientes de capital son mayores que las comerciales, y estas últimas se han analizado detalladamente. De manera que, si bien sabemos *en general* cuáles son los factores que determinan las corrientes de capital —estabilidad política, flexibilidad de las medidas económicas, dotación de recursos y variables macroeconómicas estándar— nuestros conocimientos continúan siendo insuficientes. En el pasado la atención se centró en el nivel macroeconómico, pero hay ciertos elementos microeconómicos que son cruciales para poder comprender bien las corrientes de capital. Hace poco, Martin Feldstein me comentó que sencillamente “no sabemos con exactitud *quién* mantiene *qué* activos ni *por qué*”.

Como lo ilustra la reciente experiencia vivida en Estados Unidos, ignoramos en general la forma en que al modificar la política tributaria y reglamentaria se repercute incluso en la *macroeconomía*. En Estados Unidos, los especialistas encargados de las proyecciones presupuestarias no alcanzaron a comprender el efecto limitado de esas nuevas políticas en el ahorro personal ni sus poderosos efectos en la nueva inversión. Los analistas y los gobiernos sólo se han dado cuenta recientemente de la forma en que la ley tributaria estadounidense promulgada en 1981 incrementó al parecer el nivel de equilibrio de los tipos reales de interés en este país, con todo lo que esto puede repercutir en las corrientes de capital, los tipos de cambio y el costo del servicio de la deuda de los países en desarrollo. En realidad, la trayectoria seguida por la legislación tributaria de 1981 demuestra una vez más que uno de los principios fundamentales

de todo pronóstico económico debería ser “la ley de las consecuencias imprevistas”.

Mucho se han discutido algunas cuestiones específicas, como por ejemplo el impuesto unitario o los bonos al portador. Sin embargo, si deseamos incorporar estas u otras modificaciones tributarias y reglamentarias de carácter general o hay otros que están considerando la posibilidad de adoptar medidas similares con la misma ignorancia, hará falta que contemos con un norte intelectual más definido.

Por ejemplo, en muchos otros países se alega que es necesario reaccionar de alguna forma ante las medidas tributarias estadounidenses antes de haber entendido de forma cabal los verdaderos efectos que ese curso podría tener, o de saber si así se atraerían efectivamente corrientes de capital. La guerra del ahorro que se podría desatar podría ser incluso más peligrosa que una guerra comercial. Para evitarlo, quizás haga falta crear con carácter extraoficial lo que Roger Kubarych ha denominado una especie de “GATT para cuestiones impositivas”.

Para que podamos mejorar la situación, habría que efectuar una investigación detallada y cuidadosa de las causas *microeconómicas* de las corrientes de capital, la función que desempeñan la política tributaria, las reglamentaciones financieras y, *lo que es todavía más importante, la rentabilidad de las empresas al desplazar fondos entre regiones o países*. Esto no se logrará con solo solicitar a uno o dos institutos de investigación económica que publiquen más estudios econométricos sobre la relación existente entre la política monetaria, los tipos de interés y los tipos de cambio. Además de economistas, necesitamos expertos de los sectores empresarial, industrial y financiero. Como primera medida, deberíamos preparar el equivalente mundial de los “estados de fuente y destino de los fondos” elaborados por las empresas, con la diferencia de que el análisis mundial trazaría la trayectoria de las corrientes de ahorro, inversión y consumo. De esta forma sería mucho más sencillo identificar los factores causales.

A medida que esta investigación avance, quizá convendría *convocar una conferencia de alto nivel sobre las repercusiones internacionales de las diversas políticas tributarias y reglamentarias nacionales. Como se trata de un tema muy delicado es posible que las instituciones privadas se encuentren en mejores condiciones de realizar la tarea que los gobiernos*. Lo que hace falta es investigar, no entablar negociaciones.

Restablecimiento de la disciplina fiscal en Estados Unidos

Estoy seguro de que todos estamos de acuerdo en que no corregir el déficit presupuestario de Estados Unidos podría tener consecuencias desastrosas. Nadie sabe cuándo, ni yo tampoco, pero todas las estadísticas que he analizado llegan a la misma conclusión: el rumbo actual nos lleva

al desastre y por lo tanto es insostenible. Los déficit crecen demasiado, el pago de intereses es sobre intereses, las necesidades de financiamiento pasan a ser demasiado grandes y la probabilidad de mantener la confianza de los inversionistas mundiales es cada vez menor. Si la confianza se evapora, los resultados podrían ser caóticos. El dólar podría bajar estrepitosamente. Los tipos de interés podrían subir de forma vertiginosa, y las perspectivas escalofrantes de un incremento simultáneo de la inflación, los tipos de interés, el desempleo y el proteccionismo podrían convertirse en dura realidad. Si tenemos en cuenta nuestro punto de partida —un mundo que está luchando para reconstruir la estabilidad económica y un grupo de países deudores que está tratando de restablecer su solvencia crediticia— las repercusiones son impensables.

Sin embargo, hay otras consecuencias que podrían ser todavía más inquietantes. Supongamos que la inercia fiscal continúa en este país y que en los países europeos, ansiosos de emular la expansión económica estadounidense —a pesar de nuestros desequilibrios y riesgos—, se intensifica la presión tendiente a abandonar toda responsabilidad fiscal y lanzarse impetuosamente al crecimiento económico. En esas circunstancias, mientras en el mundo entero surgen nuevos desequilibrios e incertidumbres en los mercados financieros, les puedo decir ya cuáles serán las previsiones de los profetas del desastre: guerras de tipos de interés, guerras de ahorro, guerras tributarias y todas las demás medidas nacionalistas miopes tendientes a empobrecer al vecino. El resultado final será la guerra económica y no la paz, y la propia palabra “estabilidad” parecerá arcaica.

La economía política de los déficit estadounidenses

Sin embargo, hay otra táctica, una verdadera alternativa, que se inicia con el restablecimiento de la disciplina fiscal en Estados Unidos. Independientemente de los resultados perjudiciales o ventajosos que tenga la política fiscal del presidente Reagan desde el punto de vista económico, hay que reconocer que ha iniciado un debate político muy oportuno. Este debate nos ha obligado a reflexionar sobre las premisas en que se basan tradicionalmente las medidas de política tributaria y de gasto. Nos ha forzado a decidir cuáles son las funciones que hemos de confiarle al gobierno, las que no caen dentro de su jurisdicción y quién debe sufragar los costos. Hay momentos en que las democracias necesitan un empujón, así que quizás hizo falta un experimento tan radical como éste para deshacernos de las teorías convencionales.

Sin embargo, el experimento nos ha dejado en un callejón sin salida. No se trata solamente de una cuestión de carácter técnico que deben resolver los expertos en cuestiones presupuestarias. Tampoco se trata de un apasionante debate parlamentario cuyos protagonistas son los miembros

del Congreso y los adalides de la Casa Blanca, ni de una cuestión financiera de interés para los banqueros o empresarios. Afecta verdaderamente a todo el mundo. En última instancia, como lo señaló un crítico francés, cuando una cuestión aparentemente técnica asume una importancia *real* deja de ser una cuestión económica para transformarse en una cuestión de carácter político.

La experiencia adquirida con el Bipartisan Budget Appeal y la evolución que ha seguido me ha convencido de que los que formamos parte de la comunidad empresaria o financiera y estamos preocupados por el espectro de cuantiosos déficit, no podemos suponer que los mecanismos políticos convencionales bastarán para resolver los problemas.

No podemos culpar a nuestros representantes puesto que los hemos elegido. Nos hemos pasado los años de la posguerra organizando grupos políticamente influyentes basados en el fomento de los subsidios y los programas de consumo fuertemente subvencionados por el Gobierno. Cuando llega el momento de restringir aunque sea en forma moderada las prestaciones concedidas a estos grupos, como la modificación de las cláusulas relativas al ajuste por costo de vida, tenemos que crear comisiones conjuntas sobre la Seguridad Social que tardan meses en proponer alguna solución, mientras que el presidente de la Nación y el presidente del Congreso sienten que deben ampararse en esos mecanismos y en sus conclusiones para salvaguardar su futuro político.

Los beneficiarios de estas prestaciones están bien organizados. Según algunas estimaciones, hay de 35 a 40 organizaciones que cuentan con 35 a 40 millones de miembros en total. No obstante, lo importante es la presión que ejercen. Una vez fui a visitar al congresista Kent Hance de Texas —quién por cierto es muy conservador— para hablar de la promulgación de una ley sobre indización tributaria sin al mismo tiempo poner un tope a la indización del ajuste por costo de vida. Llamó a su asistente y le dijo: “Hágame el favor de traerle al Sr. Peterson las cartas, y los telegramas y mensajes telefónicos que hemos recibido oponiéndose a la restricción de la indización del ajuste por costo de vida en los programas de la Seguridad Social”. La asistente muy sorprendida preguntó: “¿Todos?” En pocos minutos regresó con una enorme cantidad de misivas en las que se manifestaba de diversas formas que era escandaloso que el Congreso considerase siquiera la posibilidad de modificar el sistema. A continuación el congresista dijo: “Haga el favor de traerme todas las cartas en las cuales se pide la reforma del sistema de indización del ajuste”. Entonces me dí cuenta de cuál había sido su intención, porque la asistente contestó: “Pero si *nunca* hemos recibido ninguna carta en ese sentido.”

A mi juicio, hay un cuadro que describe cabalmente el punto de vista de los políticos. Seguramente recordarán el dibujo de Saul Steinberg que representa la opinión que tienen los neoyorkinos del mundo en general. A

los neoyorkinos nos gusta el dibujo porque presupone un tipo especial de provincialismo y arrogancia. Los edificios más altos de la Novena avenida dominan el cuadro. Hasta el río Hudson se dibuja algo lejano. En la distancia se ven unas pequeñas montañas llamadas las Rocosas y un pequeño charco con el nombre de Océano Pacífico, y luego unos puntitos que dicen China y Japón.

¿Qué pasaría si Steinberg dibujase un mapa *político* de Estados Unidos desde el punto de vista de un miembro del Congreso? A mi juicio, los grupos representativos de ciertos intereses especiales serían los rascacielos que dominarían toda la escena. Los partidarios de la responsabilidad fiscal —y con toda certeza los jóvenes— serían los diminutos puntos situados en el horizonte, como Japón en la versión geográfica.

En privado, muchos políticos manifiestan que es menester adoptar alguna medida para frenar la indización del ajuste por costo de vida en las prestaciones sociales. Sin embargo, en público, les aterra la idea de enfrentarse a cualquier grupo de presión poderoso, como las “Panteras Grises”, la Asociación de Jubilados y los diversos grupos federales de pensionistas, en aras de una reducción moderada de la tasa de aumento de los pagos de transferencia.

Modificación de las opiniones políticas en Estados Unidos

Para modificar la visión del mundo de los políticos hace falta adoptar una estrategia distinta, fomentando y afianzando el apoyo del hombre de la calle en favor de la responsabilidad fiscal. Este tipo de consenso general no se logra dictando conferencias a grupos de creyentes, sino sometiendo la cuestión a la decisión del público general, presentando los hechos, respondiendo a las preguntas, refutando directamente las alegaciones extravagantes, y revelando la falta de lógica de las argumentaciones esgrimidas por los apóstoles del déficit y los grupos que protegen intereses creados. El objetivo perseguido es instar al gobierno a que adopte las medidas necesarias mediante millones de cartas, mensajes y llamadas telefónicas. Es un esfuerzo educacional, pero además, supone un compromiso de carácter personal y debe representar una prioridad importante para todos los líderes empresariales y financieros a quienes les preocupe el riesgo de una parálisis fiscal.

En colaboración con cinco ex Secretarios del Tesoro, participé en la fundación del Bipartisan Budget Appeal. El grupo ha crecido rápidamente y cuenta ahora como miembros a más de 600 ex funcionarios públicos, decanos de universidades y presidentes de fundaciones, gerentes de empresas contables, jurídicas y bancarias, y directivos de más de 400 grandes empresas. Si bien hemos logrado hacer resaltar la importancia del problema del déficit, necesitábamos movilizar la opinión pública empezando por el hombre de la calle. Es por ello que recientemente el Budget

Appeal se unió a otras 30 organizaciones empresariales y profesionales, entre ellas las de banqueros, agentes de bienes raíces, banqueros hipotecarios, instituciones de ahorro, constructores de viviendas, minoristas de confecciones para caballeros, agricultores, silvicultores, etc., etc.¹⁸

Todos estos grupos se han comprometido a instar a sus miembros, patrocinadores, depositantes, constructores, compradores y otros a que manifiesten su profunda preocupación con el déficit y su vigoroso apoyo en favor de un programa específico de reducción del déficit que comprenda medidas sobre las prestaciones sociales, la defensa y los impuestos basados en el consumo.

Estos grupos también están enteramente de acuerdo en que la firme recuperación económica actual crea las condiciones ideales para adoptar las difíciles decisiones de política que son imprescindibles. En realidad, es urgente que adoptemos medidas dentro de los próximos seis a nueve meses, ya que quizá sea nuestra única oportunidad. Por ejemplo, si la recuperación económica actual se desacelera con carácter permanente, muchos sectores poderosos comenzarán a alegar que desde el punto de vista económico no sería conveniente restringir el gasto y acrecentar los impuestos. Desde el punto de vista político, el presidente Reagan dispone de alrededor de nueve meses para gestar la reducción del déficit, antes de que se intensifiquen las racionalizaciones y precauciones adoptadas en función de las elecciones de 1986. Una vez transcurridos esos nueve meses, le será cada vez más difícil adoptar medidas vigorosas sobre el déficit pues está cumpliendo su segundo y último mandato.

El año pasado, *sólo dos miembros* del Budget Appeal (los representantes de bancos e instituciones de ahorro) emprendieron campañas de opinión pública en contra de una medida que autorizaba la retención en la fuente de impuestos sobre la renta de dividendos e intereses, medida que apoyaban vigorosamente los dirigentes del Congreso y el Gobierno. Ronald Reagan, Howard Baker, Robert Dole, Tip O'Neil, Dan Rostenkowski y Jim Jones respaldaban el proyecto. Un diluvio de 23 millones de cartas y mensajes —para no mencionar la enorme cantidad de llamadas telefónicas efectuadas desde círculos poderosos— dio con tierra ese apoyo y las medidas no se adoptaron.

Una de mis esperanzas predilectas es que el Budget Appeal pueda contribuir pronto a desencadenar sobre Washington un torrente igual-

¹⁸American Bankers Association, U.S. League of Savings Institutions, National Association of Realtors, Mortgage Bankers Association, National Council of Savings Institutions, National Association of Home Builders, Menswear Retailers of America, National Grange, National Forest Products Association, etc.

mente eficaz que deje bien claro que el nivel de los déficit tiene que disminuir. No hay duda alguna de que el Congreso sólo reaccionará si el público se interesa en la materia. Se disipará entonces esta euforia transitoria que estamos viviendo y comenzaremos a analizar sensatamente la situación.

De hecho, estamos realmente participando en una pugna —o quizá sea una carrera— entre el deseo de los mercados mundiales de financiar nuestros enormes déficit gemelos —presupuestario y de la balanza en cuenta corriente— y la capacidad de una economía estadounidense, eminentemente *política*, para adoptar decisivamente las medidas del caso antes de que sobrevenga la catástrofe. En realidad, no es así como se adoptan las decisiones políticas en nuestro país. Por lo general, la catástrofe se produce antes.

La función del resto del mundo

Pero supongamos que este país adopta en seguida las medidas necesarias, antes de que los mercados financieros se derrumben y nos obliguen a adoptarlas.

¿Cómo deberán reaccionar los demás países ante el nuevo despertar de la responsabilidad fiscal en Estados Unidos? Ya que no soy economista, sé muy bien que no estoy en condiciones de indicarle a cada uno de los países las medidas que deben adoptar. Pero también sé que no sería conveniente mantener una actitud pasiva, y que los demás países deberán fomentar activamente el crecimiento económico real. De esta forma, a medida que Estados Unidos vaya logrando controlar sus cuantiosos déficit comerciales, las áreas que actualmente arrojan un superávit, como Japón y Europa, tendrán que abrir aún más sus mercados a los productos de los países en desarrollo, sobre todo a los que soportan una pesada carga de deuda. Las exportaciones de dichos países —en particular a los demás países importantes de la OCDE— se sitúan actualmente en un nivel demasiado bajo. Si se mantienen las antiguas barreras comerciales, se reducirían muchísimo los beneficios mundiales que podría reportar el restablecimiento del equilibrio fiscal en Estados Unidos; de manera que el mundo debe inexorablemente condenar con firmeza esa actitud.

Naturalmente, los países en desarrollo tendrán que reforzar su capacidad de exportación. No pueden ampararse en excusas o subsidios artificiales que sólo sirven para provocar el resurgimiento del proteccionismo. No pueden aplazarlo más, y tendrán que adoptar, por ejemplo, medidas razonables de tipos de cambio. En resumen, tendrán que seguir aplicando la clase de medidas de ajuste que ya forman parte de los programas de estabilización con el FMI.

V. Elección entre dos mundos

Sabemos que el rumbo seguido actualmente por la política crea una situación aparentemente ideal a corto plazo pero producirá un sistema plagado de grandes riesgos a largo plazo. Sabemos que toda modificación de nuestra política actual supondrá un sacrificio para alguna de las partes interesadas. Si no hubiese ningún sacrificio en juego, ya habríamos superado los obstáculos hace tiempo.

Consideremos lo siguiente: *¿Por qué no llegar a un acuerdo sobre lo que debemos evitar a toda costa?* Si logramos llegar a ese acuerdo, podremos identificar fácilmente las dificultades cruciales que encaramos: cómo evitar otra recesión profunda y prolongada, la reactivación de la inflación o una abrumadora combinación de ambas. No duden por un momento que, en las circunstancias actuales, cualquiera de estos resultados destruiría el fundamento mismo de las relaciones entre los países que forman la trama del sistema económico mundial. Que Estados Unidos ponga en orden su política fiscal y que el resto del mundo adopte las medidas complementarias necesarias para que todos podamos seguir el rumbo acertado. Este es el desafío que hemos de encarar.

En un sentido más amplio, nos encontramos frente a dos ventanas, cada una de la cuales se abre sobre un mundo distinto. Una ventana es la de la oportunidad. La otra es la de la vulnerabilidad. La primera nos brinda un panorama mundial de creciente prosperidad y comercio pacífico entre las naciones, unas condiciones estables con mercados financieros en equilibrio, en otras palabras, un mundo más seguro. En este mundo, Estados Unidos desempeñaría su función tradicional de liderazgo y cooperación. La segunda ventana nos permite vislumbrar un mundo en el que reinarían el crecimiento irregular y las restricciones comerciales, unas condiciones inestables con mercados volátiles e instituciones tambaleantes; en resumen, un mundo mucho más peligroso.

La ventana de la oportunidad está ahora abierta, pero no lo estará indefinidamente. Podemos aprovechar la oportunidad que se nos brinda y aspirar a un futuro más seguro. Sin embargo, si no actuamos rápidamente y perdemos esta ocasión, la ventana se cerrará y puede que se mantenga cerrada durante mucho tiempo. En ese caso, estaremos obligados a contemplar el panorama que se ofrece desde la ventana de la vulnerabilidad, un paisaje inhóspito, cubierto con restos de ilusiones frustradas e ideologías fracasadas.

A mi juicio, la elección es muy clara. Aprovechemos la oportunidad antes de que sea demasiado tarde.

Preguntas y respuestas

Tras la exposición formal de su tema, el Sr. Peterson contestó a las preguntas que los oyentes le formularon por escrito.

SR. PETERSON: La primera pregunta dice así: *¿Por qué no es éste el momento de emprender una reforma fundamental?*

Quizás algunos de nosotros estemos demasiado vinculados a la situación política de este país, pero creo que en vista de la euforia que reina actualmente, el convencimiento de que nos encontramos bien encaminados desde el punto de vista económico y teniendo en cuenta que aquí no se comprende enteramente el efecto que tiene nuestro país en los demás, es poco probable que nuestro sistema político se someta al tipo de disciplina que suponen la mayor parte de los proyectos de reforma. Nuestro sistema nos capacita maravillosamente bien para distribuir placer, para distribuir beneficios, pero somos perfectamente incapaces de distribuir el sufrimiento. Hasta la posibilidad de corregir nuestros gigantescos déficit de \$200.000 millones parece exigir modificaciones inaceptables. Es por este motivo que dudo que nuestros líderes traten de someter al país a cambios importantes por presiones provenientes del exterior.

¿Cómo definiría una actitud positiva de parte de los países del tercer mundo?

He hablado largamente pero no tuve oportunidad de referirme a la función fundamental de la inversión privada en los países en desarrollo y a la forma de fomentarla.

Veo que mi amigo Abdlatif Al-Hamad de Kuwait se encuentra entre los presentes. Seguramente recordará el siguiente incidente. En una reunión de la Comisión Brandt celebrada en Leeds Castle sobre la cuestión de la transferencia de recursos reales a los países en desarrollo, presidida por Ted Heath, algunos de los conservadores en materia de política fiscal entre los que me incluyo, arguimos que ciertas ideas sobre una nueva institución de las Naciones Unidas encargada de administrar estas transferencias no nos parecían la solución adecuada. Cerca de medianoche, le pregunté a uno de los patrocinadores de la nueva institución: "Si tuviese que elegir ¿optaría por una transferencia de poder o por una transferencia de recursos?" Se hizo una larga, larguísima pausa en el debate. Dije entonces: "Esto me recuerda uno de los chistes más graciosos

de la historia de la televisión estadounidense: algunos de ustedes recordarán a Jack Benny, que tenía fama de tacaño. En esta escena, un ladrón lo asalta a mano armada y le dice: '¿La bolsa o la vida?' Jack Benny también hace una pausa interminable. El ladrón vuelve a insistir: 'Decídase, ¿la bolsa o la vida?' Finalmente, Jack Benny exclama: '¡Lo estoy pensando, lo estoy pensando!'".

A mi juicio, algo que los países del tercer mundo podrían considerar —en el contexto de un GATT encargado de la inversión externa— es preguntarse en qué medida desean tener la flexibilidad necesaria para reducir de forma significativa los riesgos para la inversión privada de capital, de forma que los inversionistas puedan recuperar su capital y consideren que cuentan con inversiones tanto rentables como estables.

En el contexto que usted describe, ¿qué opinión le merecen los esfuerzos desplegados recientemente por el Tesoro de Estados Unidos para crear emisiones destinadas a inversionistas extranjeros?

Me temía que esta pregunta se iba a formular.

Supongo que el argumento esgrimido por los que están a favor de esas emisiones es que representan una inversión tan sólida que le estamos haciendo un favor a todo el mundo al brindar a los inversionistas extranjeros la oportunidad de invertir en este país.

Repito lo que dije anteriormente. Este país tiene que decidir si está de acuerdo con la necesidad de lograr un mayor nivel de ahorro y de capital *propios*. Una de las premisas del Budget Appeal es que se debe restringir el gasto y gravar el consumo para que podamos inclinarnos en mayor medida hacia el ahorro y la inversión. No creo que sea conveniente que tengamos que depender del ahorro extranjero para poder mantener en marcha nuestra economía. Es salirnos por la tangente.

Si no existe la voluntad política necesaria para reducir el déficit, ¿por qué no votar a favor de la enmienda constitucional solicitada por el Presidente para prohibir los déficits?

En primer lugar, quisiera que nuestros amigos del extranjero comprendiesen que hay enmiendas y enmiendas para lograr un presupuesto equilibrado. Algunas son extremadamente rígidas y específicas y producirían una política macroeconómica equivocada. Otras son bastante flexibles: por ejemplo, en virtud de algunas de ellas, el país podría incurrir en un déficit con el 60 por ciento de los votos del Congreso. Por consiguiente, creo que es muy importante determinar *la modalidad* de la enmienda.

Uno de los elementos inquietantes de esta posibilidad de presentar una enmienda al pueblo de Estados Unidos es precisamente que entraña *una reforma de la Constitución*. Por definición, este proceso supondría dos a tres años de negociaciones parlamentarias y cuatro a nueve años hasta que entrase en vigencia. Estoy seguro de que hoy, ya lo he repetido hasta el

cansancio, es urgente que este país adopte medidas *inmediatamente* con respecto al déficit. No quiero que nos refugiemos en la idea de que podemos esperar porque dentro de pocos años entrará en vigor una enmienda constitucional.

El segundo factor que me preocupa es que la idea de una enmienda constitucional tiende a ocultar la cuestión fundamental de que de alguna manera tenemos que hallar la voluntad política necesaria para distribuir equitativamente los sacrificios y las cargas en nuestra sociedad. En vista de que no hemos logrado armarnos de valor, desde el punto de vista político, sospecho que toda enmienda podría tergiversarse, pues la habilidad y creatividad de los legisladores y las entidades administrativas son legendarias a la hora de encontrar nuevas formas de gastar dinero. Por ejemplo, las partidas que ahora forman parte del presupuesto se podrían transformar en partidas extrapresupuestarias mediante diversos artificios contables. Así que una vez más, volvemos a enfrentarnos con los aspectos de voluntad y disciplina, y la necesidad imperiosa de que haya un grupo de presión popular que insista en un verdadero cambio de política.

¿Por qué le sería más fácil a los auditores externos estadounidenses cumplir con las funciones de supervisión que el Fondo no puede desempeñar frente a los principales países?

Fundamentalmente porque todo grupo privado externo goza de un grado de libertad, independencia y autonomía del que no disfrutan en absoluto los subordinados. En este país, una de las tradiciones más firmes es el sector privado. Y en Estados Unidos hay muchas personas muy influyentes, algunas de las cuales se encuentran presentes en esta sala. En ausencia de un grupo poderoso de auditores internacionales —formado por personas de la misma categoría de las que se encuentran en esta sala— creo que una institución internacional que tiene que solicitar recursos importantes a los principales accionistas experimentaría grandes dificultades para entablar activamente un diálogo de carácter público.

Cuando se creó el FMI, confiábamos en que tanto los países pobres como los ricos estarían de acuerdo en aceptar la disciplina. Después de 25 años, la disciplina, especialmente en los países más ricos, continúa situada en ese nivel inicial. Estos desean disciplinar a los demás pero no disciplinarse a sí mismos. ¿Le parece posible que cambien de actitud?

Esta pregunta es muy fácil de responder. A nadie le gusta la disciplina, y éste es particularmente el caso de los que se consideran poderosos. Muchas gracias por la atención prestada.

* * * * *

SR. MARTIN: Quisiera expresar nuestro más sincero agradecimiento a nuestro conferenciante por sus estimulantes ideas en esta materia. Ha

confirmado que estábamos en lo cierto al solicitarle que nos dirigiese la palabra esta tarde. Desearía poner fin a esta reunión manifestando nuestro reconocimiento por las instalaciones que nos ha facilitado la Universidad George Washington. Asimismo, también quisiera expresar nuestro agradecimiento al personal de la Universidad que nos ha prestado su colaboración. Muchas gracias.

Nota biográfica



El señor Peter G. Peterson, es actualmente el presidente de la empresa mercantil Peterson, Jacobs y Compañía. Su carrera le ha llevado a desempeñar diversas funciones tanto en el sector privado como en el público. Ha servido a su país, Estados Unidos, en calidad de embajador, secretario de Comercio, presidente de la Comisión Nacional de Productividad y presidente de la Comisión Cuatrienal sobre Sueldos de los Poderes Ejecutivo, Legislativo y Judicial. Asimismo, fue miembro de la

Comisión Independiente para Cuestiones de Desarrollo Internacional (Comisión Brandt) encargada de estudiar las relaciones entre los países industriales y en desarrollo.

En el sector privado, el señor Peterson ha ocupado cargos de presidente y director gerente de Bell & Howell y presidente de Lehman Brothers Kuhn Loeb. Forma parte de los Consejos de Administración de General Foods Corporation, RCA Corporation, Minnesota Mining & Manufacturing Co., Federated Department Stores, Inc., Black & Decker Manufacturing Company y Continental Group, Inc.

El señor Peterson es miembro fundador del Bipartisan Budget Appeal; presidente del Institute for International Economics, síndico del Committee for Economic Development, la Japan Society y el Museo de Arte Moderno de Nueva York. Asimismo es director del National Bureau of Economic Research y tesorero del Council on Foreign Relations.

Conferencias Per Jacobsson

- 1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria*. Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea); agotadas
- 1965 *El equilibrio entre la política monetaria y otros instrumentos de política económica de una sociedad moderna*. Conferencias pronunciadas por C. D. Deshmukh y Robert V. Roosa (Washington); agotadas
- 1966 *La función del banquero central en la actualidad*. Conferencia pronunciada por Louis Rasminsky. Comentarios de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg y Franz Aschinger (Roma); agotadas
- 1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios*. Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Río de Janeiro); agotadas
- 1968 *La banca central y la integración económica*. Conferencia pronunciada por M. W. Holtrop. Comentarios de Lord Cromer (Estocolmo); ediciones en francés e inglés agotadas
- 1969 *La función monetaria del oro en la próxima década*. Conferencia pronunciada por Alexandre Lamfalussy. Comentarios de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli y L. K. Jha (Washington)
- 1970 *¿Hacia un banco central mundial?* Conferencia pronunciada por William McChesney Martin. Comentarios de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez y Harry G. Johnson (Basilea); ediciones en español e inglés agotadas
- 1971 *Movimientos internacionales de capital: Pasado, presente y futuro*. Conferencia pronunciada por Sir Eric Roll, K.C.M.G., C.B. Comentarios de Henry H. Fowler y Wilfried Guth (Washington)
- 1972 *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan*. Conferencia pronunciada por Henry C. Wallich. Comentarios de C. J. Morse e I. G. Patel (Washington); edición en español agotada
- 1973 *La inflación y el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Otmar Emminger. Comentarios de Adolfo Diz y János Fekete (Basilea)

- 1974 *Hacia un nuevo orden monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Conrad J. Oort y Puey Ungphakorn. Comentarios de Saburo Okita y William McChesney Martin (Tokio)
- 1975 *Nuevas modalidades públicas y privadas de pagos internacionales*. Conferencia pronunciada por Alfred Hayes. Comentarios de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré (Washington); edición en español agotada
- 1976 *El por qué de la impopularidad de los bancos*. Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea); ediciones en español y francés agotadas.
- 1977 *El sistema monetario internacional en funcionamiento*. Conferencias pronunciadas por Wilfried Guth y Sir Arthur Lewis (Washington)
- 1978 *El mercado internacional de capitales y el sistema monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Gabriel Hauge y Erik Hoffmeyer. Comentarios de Lord Roll of Ipsden, K.C.M.G., C.B. (Washington)
- 1979 *Tribulaciones de los bancos centrales*. Conferencia pronunciada por Arthur F. Burns. Comentarios de Milutin Ćirović y Jacques J. Polak (Belgrado)
- 1980 *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Guillaume Guindeguy. Comentarios de Charles A. Coombs (Basilea)
- 1981 *Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva*. Conferencia pronunciada por Jelle Zijlstra. Comentarios de Albert Adomakoh (Washington)
- 1982 *Política monetaria: En busca de asidero*. Conferencia pronunciada por Gerald K. Bouey (Toronto)
- 1983 *Elaboración de un nuevo sistema internacional: Perspectiva a largo plazo*. Conferencia pronunciada por H. Johannes Witteveen (Washington)

1984 *Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*. Conferencia pronunciada por Peter G. Peterson (Washington)

Pueden obtenerse gratis ejemplares en español, francés e inglés de las conferencias de esta serie previa solicitud al Secretario, Fundación Per Jacobsson, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Todas las publicaciones agotadas pueden adquirirse en copias fotográficas o microfilme solicitándolas directamente a University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan 48106, EE.UU. Los pedidos que se originen fuera de Estados Unidos, Canadá y América del Sur deberán enviarse a University Microfilms Limited, 30/32 Mortimer Street, Londres, W1N 7RA, Inglaterra.

Fundación Per Jacobsson

Patrocinadores originarios

PRESIDENTES HONORARIOS: Eugene R. Black (*Estados Unidos*)
Marcus Wallenberg (*Suecia*)

PRESIDENTE FUNDADOR: W. Randolph Burgess (*Estados Unidos*)

Hermann J. Abs (<i>Alemania, Rep. Fed. de</i>)	Kaoru Inouye (<i>Japón</i>)
Roger Auboin (<i>Francia</i>)	Albert E. Janssen (<i>Bélgica</i>)
Wilfrid Baumgartner (<i>Francia</i>)	Raffaele Mattioli (<i>Italia</i>)
S. Clark Beise (<i>Estados Unidos</i>)	J.J. McElligott (<i>Irlanda</i>)
B.M. Birla (<i>India</i>)	Johan Melander (<i>Noruega</i>)
Rudolf Brinckmann (<i>Alemania, Rep. Fed. de</i>)	Donato Menichella (<i>Italia</i>)
Lord Cobbold, P.C. (<i>Reino Unido</i>)	Emmanuel Monick (<i>Francia</i>)
Miguel Cuaderno (<i>Filipinas</i>)	Jean Monnet (<i>Francia</i>)
R.v. Fieandt (<i>Finlandia</i>)	Walter Muller (<i>Chile</i>)
Maurice Frère (<i>Bélgica</i>)	Juan Pardo Heeren (<i>Perú</i>)
E.C. Fussell (<i>Nueva Zelandia</i>)	Federico Pinedo (<i>Argentina</i>)
Aly Gritly (<i>Egipto</i>)	Abdul Qadir (<i>Pakistán</i>)
Eugenio Gudin (<i>Brasil</i>)	Sven Raab (<i>Suecia</i>)
Gottfried Haberler (<i>Estados Unidos</i>)	David Rockefeller (<i>Estados Unidos</i>)
Viscount Harcourt, K.C.M.G., O.B.E. (<i>Reino Unido</i>)	Lord Salter, P.C., G.B.E., K.C.B. (<i>Reino Unido</i>)
Gabriel Hauge (<i>Estados Unidos</i>)	Pierre-Paul Schweitzer (<i>Francia</i>)
Carl Otto Henriques (<i>Dinamarca</i>)	Samuel Schweizer (<i>Suiza</i>)
M.W. Holtrop (<i>Países Bajos</i>)	Allan Sproul (<i>Estados Unidos</i>)
Shigeo Horie (<i>Japón</i>)	Wilhelm Teufenstein (<i>Austria</i>)
Clarence E. Hunter (<i>Estados Unidos</i>)	Graham Towers (<i>Canadá</i>)
H.V.R. Iengar (<i>India</i>)	Joseph H. Willits (<i>Estados Unidos</i>)

Junta Directiva

William McChesney Martin—*Presidente de la Junta*

J. de Larosière	Pierre-Paul Schweitzer
Adolfo C. Diz	Frank A. Southard, Jr.
Wilfried Guth	Gengo Suzuki
Sir Jeremy Morse	Peter Wallenberg
Guenther Schleiminger	H. Johannes Witteveen

Cargos

Frank A. Southard, Jr.	—	<i>Presidente</i>
Albert S. Gerstein	—	<i>Vicepresidente</i>
Gordon Williams	—	<i>Vicepresidente</i>
Joseph W. Lang, Jr.	—	<i>Secretario</i>
G. Michael Fitzpatrick	—	<i>Tesorero</i>