Els Estats Units i l'economia mundial: Evolucions estructurals, Polítiques conjunturals

Rosa-Maria Burguès Gelpí (*)

D'ençà del 1985, la baixa del curs del dòlar ha accentuat la caiguda del preu del petroli i la flexibilitat de la política monetària americana ha afavorit el retrocés dels tipus d'interès nominals. Així, el constrenyiment internacional, responsable en part de la mala actuació de les economies europees, s'ha afluixat considerablement.

No obstant això, els índexs de creixement prevists, bé que amb una certa millora en relació als observats a inicis dels anys vuitanta, són encara febles comparats amb els realitzats en el curs del deceni precedent.

D'altra banda, la resolució de certs problemes fonamentals per les economies europees i mundial sembla ésser encara lluny. L'índex d'atur en bon nombre de països de l'OCDE ha arribat a nivells desconeguts des de la crisi dels anys trenta; el sistema comercial internacional basat sobre les normes del GATT acusa una lenta erosió i l'amenaça proteccionista esdevé més pesant especialment als Estats Units; el nivell d'endeutament mundial roman extremament elevat comparat a les possibilitats de reembossament i posa en perill el sistema financer internacional, afeblit pel desajust i per les innovacions financeres; la inestabilitat dels mercats de canvis crea distorsions de canvi –sobrevaloració o subvaloració de les paritats– que contribueixen a desequilibrar les balances comercials.

Tanmateix s'han acomplert notables progressos ja que la baixa del dòlar i la baixa del tipus d'interès són resultat del canvi d'òptica que s'ha produït als Estats Units des del setembre de 1985. Això constituïa una condició necessària, però insuficient, per a sortir de la crisi: en un món esdevingut més i més interdependent, la cooperació dels altres països industrialitzats, i principalment d'Alemanya i del Japó, és en efecte indispensable per a tornar a posar l'economia mundial en el camí d'un creixement elevat.

Per a mostrar-ho, cal analitzar els diferents factors responsables de la crisi econòmica dels anys 1970-1980, la qual esclatà, i després s'accentuà amb la pujada dels preus de l'energia. Aquesta crisi havia estat preparada per un conjunt de factors estructurals apareguts abans de 1974; s'ha vist agreujada per les polítiques econòmiques seguides després d'aquesta data i principalment des de 1981.

(*) Economista a la Compagnie Bancaire i Professora a la Universitat de Lilla.

Els factors estructurals de la crisi

Després de la segona Guerra Mundial, les relacions econòmiques internacionals, bé que sotmeses a l'hegemonia americana, es varen caracteritzar per la voluntat de cooperació. Fou la primera temptativa històrica de gestió global i concertada de l'economia mundial en un univers tanmateix jeràrquic: Els objectius perseguits eren múltiples: reconstrucció de la capacitat industrial als països destruïts per la guerra, millorament del sistema de pagaments internacionals, liberalització del comerç mundial.

La cooperació, impulsada per les autoritats americanes, va marcar cada una de les realitzacions dels anys de la postguerra: acords de Bretton Woods, Plan Marshall, Unió Europea de Pagaments, OECD, etc... gràcies a les mesures així preses, per a afavorir la reconstrucció, els països industrialitzats varen poder redreçar ràpidament llurs balances de pagaments i enregistrar índexs de creixement històricament molt elevats. Ara bé, l'èxit aconseguit per aquesta política, és precisament l'origen de les evolucions estructurals subjacents a la crisi, principalment:

- la pèrdua de l'hegemonia dels Estats Units, que malgrat tot roman el país dominant,
- la transformació progressiva del mode de desenvolupament dels països industrialitzats,
- l'accentuació de la interdependència econòmica.

La pèrdua de l'hegemonia econòmica americana, factor d'inestabilitat monetària internacional

El sistema monetari internacional establert a Bretton Woods presentava com a característiques estructurals majors:

- els tipus de canvis eren fixos,
- les monedes havien de ser convertibles entre elles i el dòlar era convertible en or,
- l'autonomia de les polítiques econòmiques nacionals es preservava,
- per a pal·liar els dèficits temporanis de les balances de pagaments que poguessin resultar del conflicte entre els tres factors precedents, s'havia previst que un organisme creat a aquest efecte, el FMI, podria atorgar préstecs a termini mitjà,
- Els països podien modificar llur paritat de canvi si s'escaigués que els desequilibris de llurs balances de pagaments no fossin de naturalesa temporània.

El sistema així definit estava centrat sobre el paper de «divisa-clau» jugat pel dòlar ja que no preveia cap mecanisme de creació de liquideses internacionals. Per això, el finançament d'un creixement sostingut del comerç mundial portava a la distribució de les reserves detingudes pels Estats Units i a l'acumulació pels altres països de reserves en dòlars. El sistema monetari internacional de postguerra reposava sobre l'hegemonia de l'economia americana i sobre el respecte per part dels Estats Units de l'estabilitat monetària interna (1). El seu funcionament exigia, en efecte, que el dòlar, divisa-clau convertible, constituís un crèdit estable a una economia dominant. Això era necessari per a preservar la confiança mateixa quan, per a evitar una penúria de liquideses en els intercanvis internacionals, la balança de pagaments dels Estats Units es tornés deficitària. Inspirar confiança era indispensable per a mantenir les reserves en el mercat financer americà i per a dissuadir els països detentors d'utilitzar llur dret de convertibilitat.

La importància del creixement enregistrat per certs països europeus i pel Japó al curs dels anys cinquanta i seixanta, així com llur recuperació de competitivitat varen modificar les relacions de forces que existien als mercats internacionals. Això va tenir com a conseqüència:

- de reduïr la part dels Estats Units en el comerç mundial,
- d'augmentar fortament la raó entre les reserves en dòlars, detingudes pels altres països i les reserves en or detingudes pels Estats Units.

El 1945, els Estats Units posseïen els dos terços de l'estoc mundial oficial d'or. Fins al 1959, la convertibilitat del dòlar es trobava assegurada, les reserves d'or americanes superaven l'import de dòlars a l'estranger. Aquesta situació es va invertir a partir de 1960. Hauria calgut llavors, perquè els països detentors s'abstinguessin de demanar la convertibilitat de llurs dòlars en or, que l'economia americana no fos inflacionista i que inspirés confiança. Ara bé, a la segona meitat dels anys seixanta, el dinamisme de l'economia americana va mostrar senyals de defallença (2). A partir de 1967, la renda real va augmentar menys ràpidament i el seu repartiment va generar una espiral salaris-beneficis favorable als salaris. El finançament, sense augment d'impost, dels programes socials i de la guerra del Vietnam va accentuar la fase de sobreescalfament. L'índex d'inflació mitjà passà de 1.8 % entre 1960 i 1967 a 4.5 % entre 1967 i 1973, ocasionant una pèrdua de competitivitat de l'economią americana en relació a Europa i al Japó. La crisi de confiança respecte al dòlar esdevingué aleshores inevitable. El seu desnuament entre l'agost 1971 (inconvertibilitat del dòlar) i el març 1973 (flotació dels tipus de canvis) provoca la desaparició, almenys parcial, del Sistema Monetari Internacional que havia estat establert a Bretton Woods.

L'experiència històrica del segle XX sembla mostrar que el sistema monetari internacional esdevé inestable quan:

- l'hegemonia indiscutible d'un país i de la seva moneda falla.
- o si no hi ha una banca d'emissió mundial que dirigeixi el sistema monetari internacional (SMI).
- o sense la gestió concertada del SMI (liquidesa, tipus de canvis, moviments de capitals).

Des de 1971 ens trobem en la situació d'un «no-sistema» monetari internacional on cap d'aquestes tres condicions no es compleixen a escala mundial (3). La primera característica d'aquest «no-sistema» és la seva inestabilitat provocada per l'existència de diverses monedes nacionals que juguen el paper de «divisa clau» i entre els quals el grau de substitució és molt elevada. La inestabilitat es desprèn dels arbitratges realitzats pels transactors en funció de les anticipacions de l'evolució dels tipus de canvis (4).

La seva segona característica és l'existència d'un mercat internacional de capitals que experimenta un desenvolupament extremadament ràpid i que s'escapa als controls i a les reglamentacions de les autoritats monetàries, però que, no obstant això, resta molt influenciat per la política monetària americana (5). Finalment cal destacar que la part de les reserves oficials en el total de la liquiditat internacional ha disminuït progressivament.

Fins al present no hi ha hagut cap temptativa oficial de reforma del Sistema Monetari Internacional. Però nombrosos estudis i reunions d'experts han subratllat els problemes a resoldre i les dificultats, per arribar-hi. Els problemes a resoldre poden resumir-se així: naturalesa, mecanismes de creació i de gestió de la liquidesa internacional; mecanismes de gestió dels tipus de canvis; mecanismes d'ajustament de les balances de pagaments.

La dificultat per a assolir una reforma del sistema monetari internacional susceptible de fornir un context financer més estable, resulta de les divergències sobre els objectius a aconseguir i els mitjans d'aténer-los: grau de control dels moviments de capitals; gestió dels tipus de canvis o flotament lliure de les monedes (6); reemplaçament total o parcial de les reserves en monedes nacionals per una moneda internacional del tipus Drets de Tiratge Especials (DTS) del FMI (7) o, al contrari, utilització de les divises nacionals.

Les característiques del «no sistema» establert des de 1973 han contribuit a

aumentar la inestabilitat i en conseqüència a propagar i a accentuar la crisi. Malgrat això, la reforma del Sistema Monetari Internacional serà sens dubte difícil d'aplicar, ja que pot ferir, almenys en aparença, els interessos nacionals de certs països. Resta solament esperar que tindrà lloc abans que una ruptura major no li doni la prioritat en les negociacions internacionals.

La transformació progressiva del mode de desenvolupament dels països industrialitzats

El fort creixement enregistrat pels països occidentals al llarg dels anys cinquanta i seixanta, fou impulsat per un conjunt de factors demogràfics i socioeconòmics l'impacte dels quals s'atenua sensiblement a la fi dels anys seixanta (8). Entre aquests factors es poden citar:

- la urbanització de les economies, la qual cosa suscita una forta demanda de construcció de nous allotjaments i d'equipaments de les ciutats. Aquesta demanda fou reforçada per l'evolució demogràfica i per noves exigències en matèria de qualitat i de confort dels habitatges,
- la difusió ràpida de béns de consum durables: automòbil, electrodomèstics, ràdio, televisió,
- la construcció d'infrastructures i d'equipaments col·lectius: autopistes, ports, aeroports, escoles, hospitals.
- la importació d'energia a baix preu.

Al llarg d'aquests anys, el comportament de la demanda dels consumidors es va modificar progressivament. D'altra banda, el fort creixement va permetre de millorar considerablement els sistemes de protecció social.

Ara bé, des de la fi dels anys seixanta, els fonaments estructurals del creixement es varen transfomar substancialment: el creixement demogràfic es va alentir, la urbanització es va aproximar als seus límits i el nivell atès per l'equipament en béns durables només permetia d'esperar una demanda de renovellament. Les necessitats d'equipaments col·lectius i d'infrastructura també esdevingueren menys apressants.

El manteniment del creixement exigía aleshores una profunda mutació dels aparells productius, comercials i financers. Això era necessari per a poder satisfer les necessitats dels països en via de desenvolupament i sobretot per a afavorir el desenvolupament de noves activitats en el camp de l'electrònica, la informàtica, les telecomunicacions, l'energia, la protecció del medi ambient i les economies d'energia i de matèries primeres. Els països industrialitzats entraven en una fase de transició entre dues revolucions industrials.

La brutal reducció del creixement a partir de 1974 ha frenat el procés de transformació sobretot quan s'ha vist acompanyada per una rigidesa del mercat del treball (9). D'una part, l'alentiment dels guanys de productivitat ha provocat una degradació general de la rendibilitat industrial, accentuada, en certs casos, per la ràpida progressió dels salaris reals. Per l'altra part, el manteniment dels sistemes de protecció social amb taxes de creixement en net retrocés ha fet aparèixer en la major part dels països uns dèficits pressupostaris importants.

Cal afegir que, les mutacions tecnològiques de la revolució industrial no poden aconseguir llur màxima expansió si no es troba una nova coherència entre els modes de producció, de consum, de repartició dels ingressos i de la intervenció estatal. Aquesta coherència global implica profundes transformacions socials i en general no més s'assoleix després d'un període de gran incertesa.

Les polítiques esmerçades a la fi dels anys 1970 per a, simultàniament lluitar contra la inflació, afavorir la nova tecnologia, i millorar la flexibilitat de l'economia han tingut com a conseqüència d'allargar i d'intensificar la crisi, principalment en el mercat del treball.

La intensificació de la interdependència econòmica

Les economies obertes, és a dir, exposades a la resta del món, esdevenen interdependents quan tenen una dimensió suficient per a ser afectades per l'impacte de llurs accions sobre la resta del món (11).

L'accentuació de la interdependència ha estat la conseqüència del ràpid desenvolupament del comerç internacional i de la més gran mobilitat dels capitals, de la tecnologia i de la mà d'obra (12).

El fort creixement del comerç internacional observat des de la segona guerra mundial s'ha vist afavorit per l'obertura de les fronteres (13), per la disminució del cost dels transports degut al progrés tecnològic i per l'eixamplament dels horitzons dels homes d'afers gràcies a la millora de la informació i de les comunicacions. L'expansió del comerç internacional ha anat acompanyat d'una modificació de la seva estructura ja que no ha estat provocat pels intercanvis de tipus «clàssic», sinó, al contrari, per la progressió dels intercanvis entre països industrialitzats de béns manufacturats substituïbles. Aquestes evolucions han comportat una certa convergència en els països industrialitzats de les estructures productives i dels costos de producció.

El ràpid creixement del comerç internacional i el desenvolupament del mercat internacional dels capitals han portat la mútua dependència a un grau molt elevat. Des d'aleshores, els moviments econòmics transmetent-se ràpidament més enllà de les fronteres, les polítiques econòmiques escollides individualment, per certs països, poden afectar profundament la vida econòmica i política dels altres.

La intensificació de la interdependència ha estat un factor de suport del creixement mundial a través de l'eixamplement dels mercats, però, en contrapartida, ha augmentat la vulnerabilitat econòmica dels països industrialitzats. No solament ha augmentat la sensibilitat de les balances de pagaments a febles variacions dels ingressos, dels costos de producció o dels tipus de canvis. A més, la competència internacional s'ha intensificat. En fi, el perseguiment dels objectius econòmics nacionals ha esdevingut més difícil ja que el nombre com igualment l'amplària de les pertorbacions que afecten les balances de pagaments han augmentat i, d'altra banda, l'eficàcia dels instruments de la política econòmica ha disminuït, en no trobar-se en general l'acció dels països industrialitzats coordinada (14).

Com a resposta a la intensificació de la interdependència, dues vies són possibles:

La primera consisteix a prendre mesures per a reduir-la i aïllar les economies de la resta del món, per ex. augmentant el proteccionisme i el control dels moviments dels capitals. Fins al present les accions empreses en aquest sentit han estat limitades, car els governs són conscients del cost elevat de l'isolacionisme. Una segona possibilitat és la coordinació de les polítiques econòmiques: coordinació de l'elecció dels objectius i coordinació a fi de determinar la naturalesa i l'amplada de les mesures a prendre, així com el moment en què les polítiques seran posades a la pràctica (15).

Aquesta via és rebutjada pels economistes liberals (16) els quals apliquen a l'economia internacional els instruments de l'anàlisi microeconòmica dels mercats competitius (17). Postulen que les accions no coordinades de les nacions interdependents poden conduir a un equilibri general que és també un optimum de Pareto, a condició que la llibertat dels mercats internacionals sigui preservada i que el medi internacional esdevingui estable (18).

L'aproximació liberal, la qual ha influenciat fortament les polítiques seguides al començament dels anys 1980, ha estat combatuda vivament pels economistes que raonen a partir de l'estructura actual de l'economia internacional, en comptes de situar-se en el marc idealitzat de la competència pura i perfecta. Tal como ho subratlla R.N. Cooper nombroses externalitats allunyen l'economia mundial de les

condicions ideals de la competència pura i perfecta (19). Per afegiment, ni la seva mateixa estructura no és competitiva, ja que existeixen prop de 160 països, alguns d'ells amb suficient capacitat per a influenciar els mercats on operen. Amb una estructura semblant, la cooperació i la coordinació permeten atènyer millor els objectius nacionals.

El problema de l'eficàcia o de la ineficàcia de les polítiques no coordinades en un món interdependent ha estat l'objectiu de nombrosos estudis dins del marc de la teoria dels jocs (20). La major part d'aquestes anàlisis mostren que els objectius dels diferents països poden ser conflictius i que els països que no prenen en consideració els comportaments dels altres s'embarquen en polítiques subòptimes. D'on, l'avantatge d'una solució de tipus de cooperació.

Per tal que una política econòmica reïxi, els objectius han de ser, en efecte, compatibles entre ells, inclos a nivell internacional. D'altra banda, l'accentuació de la interdependència pot alentir el procés a través del qual les autoritats nacionals actuant independentment atenyen llurs objectius econòmics. Això s'explica per l'impacte de les mesures nacionals damunt les economies envolupants,- les quals a llur torn reaccionen prenent mesures que afecten el país primer.

Fins al present s'han realitzat pocs avenços en el sentit d'una més gran coordinació de les polítiques econòmiques. Alguns obstacles s'hi oposen, tant d'ordre econòmic con sòcio-polític:

- discordança de les previsions econòmiques
- dificultat per a posar-se d'acord sobre els objectius a seguir i sobre la distribució dels costos i dels avantatges.

Divergències d'anàlisi sobre l'estructura de l'economia i per conseqüent sobre la relació entre els instruments i els objectius.

- desconfiança entre els països.
- anhel d'autonomia nacional.
- absència d'un país que prengui la iniciativa per a preparar la coordinació.

Tal como ho veurem a la segona part la manca de coordinació de les polítiques econòmiques en un món cada vegada més interdependent ha jugat un paper decisiu en l'agreujament de la crisi, i avui dia en retarda la sortida.

La gestió de la crisi: les opcions de les autoritats americanes

La puja dels preus de l'energia escaiguda de primer antuvi, a la fi del 1973, i després en els anys 1979, 1980 afeblí economies que s'havien tornat vulnerables pel fet dels factors analitzats anteriorment.

La quasi quadruplicació del preu del petroli en 1973 comportà una transferència dels ingressos dels països amb una forta capacitat d'absorció envers els països amb una feble capacitat de demanda, cosa que pot assimilar-se a un impost sostret pels països exportadors als països importadors. La puja del preu de l'energia tingué també d'altres conseqüències per als països importadors: d'una banda, deteriorà els termes de l'intercanvi provocant, per conseqüent, una pèrdua de renda real i una neta deterioració de les balances de pagaments, d'altra banda, augmentà els costos de producció car el petroli era un producte essencial per als mercats domèstics.

A l'efecte de contracció, de tipus keynesià, provocat per la sostracció fiscal, s'hi afegí l'impacte de la puja del preu d'un producte essencial per a l'agricultura i per a la indústria. Partint d'una posició d'equilibri, una tal puja desplaça els límits de producció camp avall, reduint el creixement. Si d'escreix, els salaris reals són rígids a la baixa, porta també una reducció de l'ocupació (21). L'aplicació el 1974, en un tal context, de polítiques anti-inflacionistes va submergir l'economia mundial en la més severa recessió enregistrada des de 1945.

De fet, els responsables es trobaven confrontats amb una situació particularment delicada. Per a compensar els efectes depressius de la puja dels preus de l'energia hauria calgut prendre mesures de reactivació, però fent això s'arriscaven a encoratjar les temptatives dels assalariats per a recuperar la pèrdua dels ingressos i a fomentar l'espiral preus-salaris.

Els Estats Units, la República Federal Alemanya, el Japó i alguns països en via de desenvolupament (PVD) aplicaren polítiques restrictives. En revenja, molts països europeus seguiren polítiques expansives deteriorant així encara més el saldo de llurs balances de pagaments. Les polítiques de creixement de nombrosos PVD varen ser mantingudes i finançades per mitjà de l'endeutament, alguns d'aquests països preveient, equivocadament, que la crisi seria de poca importància i de curta durada. Això, tanmateix, va permetre d'atenuar l'amplitud de la recessió mundial.

Aviat es féu palès que el nou context mundial exigia un enfortiment de la cooperació internacional. Al juny del 1974, els 24 membres de l'OCDE es comprometeren a no restringir unilateralment llurs importacions. El mateix any, el FMI creà una «facilitat petrolera» destinada als PVD importadors de petroli i finançada per emprèstits prop dels països amb excedent. D'altra banda, el reciclatge dels «petrodòlars» als mercats internacionals van facilitar la transferència dels excedents financers de l'OPEP cap als PVD amb taxes elevades d'inversió. En fi, pel novembre de 1975, tingué lloc a Rambouillet, la primera cimera anual de caps d'Estat, a la sortida de la qual declararen que era urgent d'afermar la reactivació econòmica, de reduir l'atur, de lluitar contra la inflació i d'accelerar les negociacions del Tokyo Round.

Malgrat aquestes declaracions, renovades arran de la cimera de Puerto Rico en 1976, l'harmonització de les polítiques econòmiques no enregistrà progressos tangibles, però, mentrestant, l'economia mundial havia emprès breument el camí de la recuperació.

A fi de respondre als problemes apareguts de resultes dels xocs energètics, les dues Administracions americanes que a partir de 1977 se'n seguiren, escolliren polítiques diametralment oposades les quals, en gran part, han determinat l'evolució, d'ençà d'aquesta data, de l'economia mundial.

La política econòmica de l'Administració del President Carter

A començaments de l'any 1977, quan l'Administració del President Carter pujà al poder, la situació econòmica internacional presentava les següents característiques:

– Afebliment de la recuperació econòmica mundial.

– La Gran Bretanya, Itàlia i alguns altres països petits de l'OCDE es trobaven amb greus problemes de la balança de pagaments, la qual cosa implicava una forta depreciació de llurs monedes i un augment de les tensions inflacionistes, fent-los entrar així dintre de cercles «viciosos».

– Els Estats Units, la RFA i el Japó, que després del primer xoc del petroli havien, pel contrari, aplicat polítiques restrictives, registraven excedents en llurs balances per compte corrent.

– Diversos països havian acumulat un deute exterior molt elevat i havien d'afrontar un servei del deute extremament pesat. D'altra banda, els preus de les matèries primeres havien baixat fortament en relació als excepcionals nivells atesos en 1973 i 1974.

– L'atur a Europa i al Japó havia augmentat molt i seguia creixent.

– El creixement dels préstecs bancaris havia estat molt ràpid, principalment en relació a l'evolució dels recursos propis i alguns PVD començaven a evocar la possibilitat d'un moratori de llurs deutes.

Un tal context i les idees dels economistes de l'Administració americana (22)

expliquen la política econòmica seguida fins a la fi de l'any 1979, principalment en el pla internacional.

Aquests economistes, que defensaven el creixement, pretenien desenvolupar la cooperació econòmica entre els països industrialitzats, única via, segons ells, en un univers interdependent, vers un creixement sostingut, durable i equilibrat.

a) 1977 – octubre 1979: els Estats Units «locomotora» de l'economia mundial

Des de la seva arribada al poder, la nova Administració americana intenta de posar en pràctica la «teoria de les locomotores» (23). Tres països: Estats Units, RFA i el Japó representaven el 37 % del PNB mundial, no tenien problemes de balances de pagaments i disposaven de capacitats de producció no utilitzades. Podien, per conseqüent, prendre mesures de reactivació a fi d'estimular el creixement mundial, de reduir els desequilibris i d'atenuar les tensions internacionals.

En el transcurs d'un any i mig d'aspres discussions, sols els Estats Units adoptaren mesures expansives (24). Els altres dos països no varen acceptar de estimular les seves economies fins després de la cimera de Bonn al juliol del 1978. Aquesta cimera de Bonn fou la primera i única temptativa reeixida de coordinació de les polítiques fiscals dels principals països industrialitzats sobre una base quantitativa. Amb tot arribà masa tard per als Estats Units i fou seguida pel xoc petroler de 1979. Aquest creà revifalles d'inflació a Europa i al Japó, les quals sovint han estat atribuïdes, principalment a la RFA, a les mesures preses després de la reunió de juliol de 1978.

L'aplicació unilateral pels Estats Units d'una política de creixement, gràcies al manteniment d'una política monetària flexible de diner «barato», tingué per conseqüència de degradar ràpidament el saldo de la seva balança de base (pagaments per compte corrent i moviments de capital a llarg termini) (25).

Paral·lelament s'observà un fort augment de les reserves mundials en divises (286 mil milions de dòlars en 1979, contra 186 en 1976) i un ràpid augment de la liquiditat internacional (530 mil milions de dòlars en 1979 contra 276 en 1976).

Al llarg d'aquests anys, els dèficits de les balances de pagaments per compte corrent dels països deutors varen ser monetitzats. Alliberats, així, de la pressió directa dels creditors, els països deutors varen poder mantenir un fort creixement i acumular reserves. L'acumulació de reserves en dòlars junt amb la progressiva deterioració de la situació econòmica americana (degradació del dèficit exterior i accentuació de la inflació) provocà cessions de dòlars als mercats de canvis i l'enfonsament d'aquesta divisa.

La forta expansió de la liquiditat internacional provenia de la monetització del dèficit de la balança de base americana i sobretot de la distribució de crèdits als euromercats. La demanda de crèdits en aquests mercats, encoratjada pel feble nivell dels tipus d'interès, fàcilment podia ésser satisfeta gràcies a la flexibilitat de la política monetària americana.

Aquesta politica va permetre de millorar molt clarament les perspectives de l'economia mundial. A la fi de 1978, el ritme de creixement s'havia accelerat, les entrades d'exportació dels PVD havent pujat, disminuien llurs necessitats d'endeutament i les banques reconstituien els seus recursos propis.

b) El tombant de 1979.

El segon xoc petroler, provocat finalment per un excés d'estocs, com a conseqüència de la revolució iraniana, exercí els mateixos efectes depressius i inflacionistes que el primer. Al igual que en 1974-1975, els PVD van haber de demanar emprèstits per continuar el seu creixement, però la situació era més dolenta que no pas després del primer xoc petroler. El servei del deute d'aquests

països (pagament dels interessos i reembossament del principal, reportats a les entrades d'exportació) eren d'una mitjana del 19 % en 1978 contra un 16 % a començaments dels anys setanta i una majoria del deute contractat en 1974-75 tenia el venciment en 1979-1980 (26).

Els canvis succeïts als Estats Units de primer en el camp monetari, després en la gestió global de l'economia, varen provocar una forta degradació de l'economia mundial que tingué per corol·lari la crisi de l'endeutament.

1) La reforma dels instruments de la política monetària

Amb l'esperança d'aturar la baixa del dòlar, el President Carter designà el juliol 1979, P. Volcker a la presidència del Sistema de la Reserva Federal (FED) (27).

Aquest nomenament ha marcat un canvi de rumb en el comportament de la política monetària el qual es realitzà en dues etapes. En un primer moment les autoritats monetàries afavoriren un alça del tipus d'interès progressiva i moderada. Després, el 6 d'octubre, varen canviar l'objectiu instrumental de la política monetària.

En els sistemes bancaris actuals subsisteixen dues formes monetàries, els bitllets i els dipòsits, ambdós fiduciaris, sense ésser-ne tanmateix, equivalents. El curs legal confereix als bitllets el privilegi d'ésser acceptats per tots els agents; al contrari, aquest no és el cas dels dipòsits creats per les banques comercials, els quals no són acceptats per a eixugar els deutes interbancaris. Quan les banques creen moneda en distribuir crèdits han d'estar en situació de procurar-se de la «moneda Banc Central» a fi de satisfer la demanda de convertibilitat provinent del públic, del Banc Central (reserves obligatòries) i dels altres bancs (saldo de les transferències). Ja que la distribució dels crèdits crea una necessitat de «moneda Banc Central» per a controlar aquesta distribució i per tant la creació monetària, l'Institut d'Emissió pot actuar sobre la liquiditat bancària o sobre el seu cost.

A partir de 1970 (28) i fins al mes d'octubre del 1979, els responsables de la Reserva Federal varen fixar simultàniament els objectius de taxa de creixement de la massa monetària i la banda d'evolució del tipus d'interès del mercat dels Federal Funds (mercat on s'intercanvia la liquiditat bancària al dia). Ajustaven la liquiditat bancària per tal d'assolir l'objectiu tipus d'interès, el qual tenia d'ésser compatible amb els objectius monetaris.

El 6 d'octubre de 1979, l'objectiu del tipus d'interès s'abandonà i fou reemplaçat fins al mes d'octubre de 1982 per un objectiu de liquiditat bancària (29).

Ara bé, el pas d'un sistema de control del tipus d'interès a un sistema de control de les reserves bancàries accentuà, per raons essencialment tècniques, la inestabilitat potencial del tipus d'interès. Aquesta inestabilitat es va concretitzar des del mes d'octubre 1979, afavorida pel context econòmic, però igualment per les reformes esdevingudes en el sistema financer (30).

Els desquilibris apareguts en l'economia americana cap a la meitat dels anys seixanta es varen desenvolupar al llarg dels anys setanta i varen conferir al cicle de creixença que començà en 1975 un perfil particular: represa tardana de la inversió, estancament de la productivitat del treball, forta acceleració de la inflació mantinguda per l'extensió dels mecanismes d'indexació i pel comportament de fuga davant de la moneda. L'endeutament sostenia la demanda interna, creant una gran sensibilitat del creixement econòmic a la política monetària. L'aplicació d'aquesta esdevingué més extrema pel fet de la pèrdua d'eficàcia dels seus instruments provocada per les transformacions financeres.

2) Les transformacions financeres: innovació i desreglamentació

Pocs elements nous han estat introduïts en el sistema bancari americà abans

de la fi dels anys seixanta (31). Resultaven d'una part de la voluntat de conciliar la protecció i la seguretat del sistema amb el control de les variables monetàries (tipus d'interès i massa monetària), d'altra part, dels esforços realitzats, per les grans banques americanes per a desenvolupar-se i per internacionalitzar-se. Així, gràcies a l'aparició dels certificats de dipòsits i a l'expansió de les activitats als mercats de l'eurodòlar, les banques comercials han pogut obtenir més fàcilment liquiditat i escapar, almenys en part, a les rigideses reglamentàries.

L'acceleració de la inflació a la fi dels anys seixanta i sobretot als anys setanta, s'ha trobat a l'origen d'innovacions molt importants i d'una reforma comparable per la seva amplitud a la dels anys trenta (32). Aquestes innovacions s'han vist afavorides per l'aplicació a les transaccions financeres dels progressos realitzats en el camp de la informática i de les telecomunicacions (33).

L'acceleració de la inflació i l'execució d'una política d'inspiració monetarista havien comportat, a través de dues crisis de crèdit (*credit crunches*), nivells d'una mitjana més elevada i una més gran «volatilitat» dels tipus d'interès. Les crisis de 1969 i de 1973-74, havien, en efecte, estat provocades per la rigidesa dels tipus d'interès administrats en períodes de puja general dels tipus.

En 1969, la política restrictiva menada per les autoritats monetàries per a limitar un creixement de la massa monetària jutjada excessiva va desencadenar una alça dels tipus als mercats lliures. Aquesta alça provocà una reducció de l'oferta de crèdits de la part dels *thrift institutions* (establiments recaptadors d'estalvi, especialitzats en el finançament d'habitatge) víctimes de la «desintermediació» (retirament de fons a la recerca de remuneracions superiors a les dels límits reglamentaris). Paral·lelament, les banques comercials varen limitar la seva oferta de crèdits, car el govern havent decidit pel juny de 1968 de posar un sostre als tipus de préstecs bancaris, les seves operacions deixaven d'ésser rendibles.

La política monetària seguida en 1973 i 1974 provocà al seu torn una alça del tipus d'interès a dos temps: Altra vegada, la «desintermediació» mena les *thrift institutions* a reduir els crèdits. A més, les banques, que després de la primera puja, anticipant una baixa dels tipus d'interès, havien demanat emprèstits a curt termini per finançar les compres de títols a llarg termini, mancades de liquiditat i varen disminuïr també els seus crèdits.

Els fenòmens de «desintermediació», poc senyalats fins a mitjans dels anys seixanta, tingueren tendència a amplificar-se a partir d'aquesta època pel fet de l'augment de les taxes d'inflació i de l'existència de nous mercats on els tipus d'interès eren lliures.

L'objectiu de les innovacions introduïdes en el sistema bancari a la fi dels anys setanta era l'alliberament dels mercats de les traves responsables de les crisis de crèdit. Per a limitar els efectes depressius de la «desintermediació» sobre el sector de l'habitatge i finalment sobre l'activitat econòmica, les *thrift institutions* foren autoritzades, al juny de 1978, d'emetre certificats d'estalvi de 10.000 dòlars a sis mesos i a tipus d'interès variable basat sobre el coeficient de bons del Tresor (els *money market certificates).* Després desenvolupar un corrent a favor de la desreglamentació dels tipus remuneradors del estalvi (Reglament Q) sostingut per les banques i pels organismes de consumidors (34). A més, les banques, sota la pressió de la competència de les diferents formes de captació no bancària a tipus lliures, introduïren fórmules noves. Aquestes permetien d'utilitzar els comptes d'estalvi com a compte a la vista i d'augmentar sensiblement la remuneració dels comptes d'estalvi tot reduint el seu termini.

El procés de reforçament de la competència bancària, començat amb l'aparició d'aquests instruments financers, s'ha seguit amb la llei bancària del 31 de març de 1980 *(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act).* Aquesta llei preveia l'extensió del sistema de les reserves obligatòries a totes les institucions recaptadores de dipòsits i la supressió progressiva del Reglament Q. Legalitzava

les tècniques que s'havien desenvolupat per a remunerar els comptes xecs, és a dir els NOW *accounts* (35) els *share drafts* (36) i els *automatic transfer services* (37). En fi, engrandia el camp de l'activitat de les *thrift institutions* i suprimia els sostres dels tipus d'interès imposats a la major part dels seus préstecs.

Les mesures d'aquesta llei han estat completades en 1982 per a permetre a les banques de competir amb les institucions financeres no bancàries en la recaptació de recursos. Els fons especialitzats en títols del mercat monetari (*Money Market Funds*) creats per les institucions financeres no bancàries havien conegut un desenvolupament considerable ja que oferien remuneracions ben superiors a les de les banques i de les Caixes d'Estalvi. A més, aquests comptes es podien utilitzar per a carregar els pagaments efectuats amb les cartes de crèdit. Els *cash management accounts* posats a disposició de la seva clientela per Merrill Lynch centralitzaven totes les operacions de cartera d'un particular. D'un import mínim, podien utilitzar-se com un compte bancari. Els *money market funds* no es trobaven sotmesos ni a les limitacions geogràfiques ni a les reserves obligatòries. S'havien desenvolupat molt durant el període en què la política monetària havia esdevingut molt restrictiva.

La llei Garn-Saint Germain (Garn-Saint Germain Depository Institutions Act), promulgada el 15 d'octubre de 1982 i adoptada al mes de desembre, conté certes disposicions per permetre a les banques de competir amb els *money market funds*. Des del 14 de desembre 1982 els sostres del tipus d'interès dels comptes d'estalvi de les banques i de les Caixes d'Estalvi han estat suprimits. Aquests establiments poden des d'aleshores oferir a la seva clientela comptes d'estalvi la remuneració dels quals segueix l'evolució dels tipus del mercat monetari i sobre els quals es poden efectuar un nombre limitat de retiraments cada mes (xecs i transferències). Aquests comptes no estan sotmesos als coeficients de reserva obligatòria. A més, des del 15 de gener de 1983, els particulars (però no les empreses) estan autoritzats a obrir comptes a la vista remunerats en funció dels tipus del mercat monetari. Aquests nous comptes estan assegurats prop dels organismes federals a diferència dels comptes idèntics oferts per les institucions financeres no bancàries.

La desreglamentació del sistema bancari i la multiplicació d'innovacions financeres han disminuït l'eficàcia de la política monetària i han afeblit el sistema financer.

En el camp de la política monetària, les transformacions financeres han suscitat dues menes de dificultats:

- dificultats de definició i de mesurament dels agregats monetaris.
- dificultats de control de la massa monetària.

En efecte, amb l'aparició de nous productes –money market funds, comptes NOW i Super-NOW, certificats de dipòsit, money Market deposit accounts, etc– les fronteres clàssiques entre els diferents actius monetaris i financers han tendit a esborrar-se. Els mateixos instruments essent a la vegada mitjans de transacció i col·locacions remunerades, calia classificar-los en funció del seu caràcter dominant. D'altra banda, la disminució dels costos de transacció ha afavorit els arbitratges entre les diferents menes de col·locacions i ha destruit l'estabilitat dels multiplicadors que connectaven la moneda a les variables reals.

Per a afrontar aquestes dificultats, les autoritats monetàries americanes han pres diferents mesures:

- supressió de la distinció entre actius retinguts a les banques i els retinguts a les institucions d'estalvi; classificació dels productes nous segons llur característica dominant (estalvi o transacció); revisió freqüent de la definició dels agregats monetaris (quatre canvis entre 1979 i avui dia).
- disminució des de l'estiu 1982 de la importància donada a la definició restringida de la moneda M1 per atorgar més pes a les definicions àmplies M2 i

M3; distensió de la política de control dels agregats, vigilància, en canvi, de diferents indicadors econòmics.

És sobretot el control de la massa monetària el que ha esdevingut més difícil, just quan ha sigut l'arma principal escollida per lluitar contra la inflació (38).

Les reformes han suprimit les traves que afectaven l'oferta dels crèdits: l'assecament de las liquiditat degut a la limitació imposada als tipus dels dipòsits i la baixa de la rendibilitat de les institucions financeres pel fet del límit als interessos del crèdit. De fet, com els mercats s'han ampliat i estan més interconnectats, les institucions financeres, mentre el clima de confiança resti favorable, poden sempre procurar-se liquiditat, bé que de vegades a un cost molt elevat. Com a conseqüència, la possibilitat d'atorgar crèdit es troba més lligada a l'evolució del marge financer que no pas a l'estat de la liquidesa del sistema. Ara bé, essent els mercats competitius, els tipus d'interès de l'interbancari i els dels préstecs s'ajusten molt de pressa, sense cap efecte marginal sobre el marge financer. Des d'aleshores, el control de la moneda reposa sobre l'efecte dissuasiu que els tipus d'interès exerceixen sobre la demanda de crèdit.

Els mecanismes generats pels constrenyiments reglamentaris provocaven, quan la política esdevenia restrictiva, un racionament de la demanda de crèdit al preu d'un retorn del cicle sovint moderat. Aquests mecanismes havent estat eliminats, la demanda pot sempre satisfer-se. Per conseqüent, les temptatives de control de la moneda quan les anticipacions inflacionistes són fortes porten a una ràpida alça dels tipus d'interès. Si, a més, tal com s'escaigué als Estats Units entre octubre de 1979 i la tardor de 1982, la Banca Central privilegia l'instrument de les reserves i deixa que els tipus d'interès facin l'ajust dels mercats monetaris, els tipus esdevenen molt inestables.

Les desreglamentacions redueixen el paper de l'oferta de crèdit o del «racionament quantitatiu» en la transmissió de les impulsions monetàries al sector no financer i augmenten igualment el paper jugat pels tipus del mercat. Aquests ocupen ara el primer lloc en els mecanismes de transmissió de la política monetària:

- per l'impacte que poden exercir sobre la demanda de crèdit, sobre el pes de l'endeutament (principalment amb el desenvolupament dels préstecs de tipus variables) i sobre l'activitat econòmica
- per l'efecte que exerceixen sobre l'evolució del tipus de canvis i per tant sobre la competència i sobre la inflació.

Les transformacions financeres també han reduït els mitjans d'acció de la política monetària pel fet que han afeblit el sistema financer.

Cal dir que han tingut com efecte: d'accentuar la competència i de reduir considerablement l'especialització; d'augmentar el recurs de les institucions financeres a les fonts de fons, cares, incertes i sensibles al risc; de desenvolupar els crèdits i les col·locacions a tipus variables, els mercats a termini i els mercats d'opcions.

Aquestes evolucions han comportat un augment del risc lligat:

- a una extensió de les operacions i a la importància presa pels comptes d'ordre
- a la disminució del marge de benefici a causa de la competència
- a les possibilitats especulatives ofertes pels mercats
- a les possibilitats per a un establiment de travessar una crisi de liquiditat àdhuc quan la liquiditat sigui abundant en els mercats (p.ex. Continental Illinois).

Aquests riscs potencials s'han accentuat per la disminució de la qualitat dels actius bancaris escaiguda quan a partir de 1981 les autoritats monetàries han intensificat l'acció per controlar la moneda, provocant així una forta deterioració del medi ambient econòmic nacional i internacional.

La política econòmica de la primera Administració del President Reagan: liberal i no cooperativa

El programa econòmic presentat en 1981 per l'Administració del President Reagan comportava quatre objectius majors:

- la reactivació per mitjà de les inversions
- l'alentiment de l'índex d'inflació
- l'augmentació de la capacitat de defensa del país
- la reducció progressiva del dèficit pressupostari, fins a la seva desaparició en 1984.

La primera Administració Reagan tenia una visió de l'economia extremament nacionalista i liberal. Els principals països industrialitzats devien, segons ella, assegurar l'alentiment de la inflació, la flexibilitat dels mercats i l'obertura de les fronteres. Quan existeixen aquestes condicions, el comerç i els moviments de capitals es desenvolupen, reforçant el creixement intern i l'estabilitat, cosa que acreix l'eficàcia de les polítiques nacionals (39). Els economistes de l'Administració Reagan rebutjaven la idea d'una disminució de l'eficàcia de les polítiques a causa de la interdependència. Preconitzaven l'acció a nivell nacional més que no pas la concertació a nivell internacional i deixaven als mercats internacionals la cura d'assegurar l'ajust de les polítiques nacionals. Una de las raons majors dels mediocres resultats de les economies nacionals i mundial era, segons ells, l'afebliment del paper jugat pel mercat i la importància massa gran que prenia l'Estat en la major part de les economies. Aquests economistes remarcaven la importància capital de les polítiques nacionals per a assegurar la prosperitat i l'estabilitat de les relacions internacionals.

Consideraven, per consegüent, que restablir a l'interior dels Estats Units polítiques econòmiques «sanes» era essencial perquè l'estabilitat dels preus i les incitacions del mercat puguin jugar un paper primordial en l'economia mundial i perquè els tipus de canvis puguin estabilitzar-se.

La liberalització del comerç internacional era l'altre puntal sobre el qual devia estintolar-se la creixença mundial. Els progressos realitzats en l'estabilització de les economies nacionals i en la liberalització del comerç mundial afavoririen, d'acord amb el seu punt de vista, les inversions directes a l'estranger i el desenvolupament dels préstecs de les banques comercials.

A fi d'atènyer els objectius interns, clau de volta de la política econòmica, els economistes de l'escola de l'oferta (els *supply siders*) pretenien reduir el paper de l'Estat. Preconitzaven, per això, la disminució de les despeses pressupostàries, la baixa dels impostos pagats per les empreses i pels particulars, en fi, l'alleugeriment de les reglamentacions. Les famílies augmentarien aleshores els seus estalvis i les empreses incrementarien les seves inversions les quals serien finançades en part per l'increment d'estalvi de les famílies.

D'altra banda, així l'Administració com les autoritats monetàries consideraven que era indispensable d'alentir la inflació per a afavorir l'estalvi i la inversió. Aleshores, el FED convertit en el sol responsable de la lluita contra la inflació accentuà el caràcter restrictiu de la política monetària establerta a la fi de 1979. Això implicà un alça rècord dels tipus d'interès reals ja que a causa de la desreglamentació, els instruments de la política monetària havien esdevingut menys eficients i en conseqüència, per a obtenir els resultats volguts es feia necessari manejar-los d'una faisó més extremada.

Els alleujaments fiscals demanats pel President Reagan tingueren lloc des del mes d'octubre de 1981 després del vot pel Congrés de la llei fiscal de juliol 1981 anomenada *Economic Recovery Tax Act* (ERTA) (40). Aquesta llei preveia una disminució dels impostos per a les famílies i per a les societats. Per a les famílies, els índexs marginals d'imposició es reduïen d'un 5 % en octubre 1981, després d'un 10 % al juliol 1982 i al juliol 1983. El tipus marginal màxim era abaixat de 70

a 50 % a partir del gener 1982. A més, es corregien automàticament d'inflació, el barem, els llindars dels esglaons de la base imposable i diverses exoneracions que fins aleshores eren fixos. La deducció de diversos productes financers estava també prevista per la llei. Per a les societats, les reduccions d'impostos prenien la forma d'una disminució de la durada de l'amortització fiscal i d'un crèdit d'impostos del 10 % sobre les inversions en maquinària i en fàbriques. La pèrdua d'ingressos a causa d'aquestes reduccions d'impostos havia de compensar-se per una disminució de les despeses i per l'engrandiment de la base imposable gràcies a un creixement més ràpid.

a) Fracàs de les primeres mesures: la crisi de l'endeutament

Tal com era previst, les despeses militars varen progressar fortament, en canvi, el retallament dels programes socials (welfare, educació nacional, etc...) van topar amb l'oposició del Congrés i no fou efectuat sinó parcialment. A més, els alleujaments fiscals varen trigar a produir l'efecte expansiu anticipat, en canvi, l'orientació restrictiva donada a la política monetària en un sistema cada vegada més desreglamentat, tingué com a conseqüència mantenir els tipus d'interès nominals a nivells molt elevats.

Per consegüent fins a la fi de 1982, els efectes depressius de la política monetària foren més importants que els efectes expansius de la política fiscal. Els Estats Units conegueren aleshores la més forta recessió d'ençà dels anys 1930.

Aquesta evolució tingué repercussions molt importants sobre l'economia americana i sobre l'economia mundial. A l'interior dels Estats Units la inflació s'alentí considerablement (41), però l'alça de l'índex d'atur fou extremadament ràpid. El dèficit pressupostari, lluny de retornar a l'equilibri, va aprofundir-se de manera alarmant car els ingressos varen disminuïr (reducció dels impostos i recessió) i al contrari, les depeses foren afeixugades per la càrrega dels interessos i pel dèficit de la seguretat social (42). Els tipus d'interès reals varen progressar fortament (sobretot els tipus a llarg termini) i el dòlar, afavorit pels alts tipus d'interès, així com per l'esperança creada per la política de la nova Administració, es va apreciar de forma substancial.

A l'estranger, la majoria dels països industrialitzats aplicaren polítiques monetàries restrictives i mantenien els tipus d'interés a alts nivells per a defensar les seves monedes. Però, contràriament als Estats Units, el Japó, la RFA i la Gran Bretanya seguien polítiques orientades a reduir, i si és possible, eliminar el dèficit pressupostari estructural. Aquestes polítiques varen conduir a una depressió de la demanda mundial que provocà una baixa dels preus de les matèries primeres i dels productes energètics. Des d'aleshores, les empreses que havent anticipat un seguiment de l'alça dels preus, havien demanat emprèstits massius a tipus d'interès molt elevats, principalment per a invertir en el camp energètic, es trobaren a la ratlla de la fallida. La baixa de l'activitat provocà dificultats en un gran nombre de societats de diferents sectors (construcció, automòbil, químic, siderúrgia, tèxtil, transports aeris, indústries aeronàutiques, maquinària agrícola, construcció naval, etc...) D'altra banda, l'alentiment del comerç internacional, la baixa dels preus dels productes exportats, l'alça dels tipus d'interès i la del dòlar, varen afeixugar considerablement el pes dels deutes dels PVD sovint expressades en dòlars i a tipus variables.

La política que l'Administració Reagan pretenia seguir en arribar al poder ha hagut d'ésser abandonada progressivament, ja que sofria de dues febleses majors:

- no prenia en consideració les repercussions internacionals de les mesures preses als Estats Units, ni l'efecte de retruc sobre l'economia americana,
- eliminava els obstacles reglamentaris que frenaven l'endeutament i l'espe-

culació i, simultàniament, seguia polítiques que reduïen les capacitats de reembossament.

Les contradiccions inherents a la política seguida en 1981 varen esclatar al llarg de l'estiu 1982. Els primers signes apareixeren a mig maig amb la liquidació de la companyia aèria Braniff International els deutes de la qual s'elevaven a més de 700 milions de dòlars, després amb la cessació de l'empresa de corredoria Drysdale, que havia realitzat operacions especulatives a gran escala amb títols de l'Estat. La fallida al mes de juliol de la Penn Square, una petita banca d'Oklahoma que finançava crèdits a empreses del sector energètic del sud dels Estats Units, ocasiona importants pèrdues a les grans banques americanes (mil milions de dòlars per la Continental Illinois de Chicago). Al mes d'agost, Mèxic, el país més endeutat del món (80 mil milions de dòlars en 1982) i el tercer productor mundial de petroli, incapaç de reembossar els seus deutes, obtenia una demora de tres mesos i alguns mils milions de dòlars suplementaris de crèdits.

Les autoritats monetàries reunides a Toronto a principis de setembre prengueren aleshores consciència:

– de l'existència d'una crisi mundial de l'endeutament a causa de l'augment més ràpid del pes dels deutes que no pas de la capacitat de reembossar-los,

– de l'amplària dels problemes a resoldre car diversos països i algunes grans empreses es trobaven en la ratlla de la fallida (Amèrica llatina (43), Països de l'Est, *thrift institutions* americanes (44), Panam, International Harvestor, Massey Fergusson, AEG-Telefunken, Dome Petroleum, etc...),

– de la concentració dels crèdits en els balanços de les banques occidentals (45); en cas de falla de pagament, les pèrdues no serien suportades per un gran nombre de petits portadors sinó per un petit nombre de grans banques, engranatge indispensable de l'economia mundial,

– de la necessitat de continuar de fornir liquiditat a l'economia internacional per evitar una bancarrota generalitzada.

A partir de l'estiu de 1982, ja no era possible d'ignorar el constrenyiment internacional. Allunyar el risc d'una crisi financera esdevenia un dels objectius prioritaris de l'Administració americana i del FED. Greus manques de pagament haurien significat, en efecte, pèrdues massives i la fallida de les banques en tots els països de l'OCDE. La contracció de les liquiditat que n'hauria resultat hauria pogut implicar una depressió cumulativa de l'economia mundial. Les autoritats americanes prengueren, doncs, diverses mesures per a aturar la crisi.

La política monetària cessà d'ésser menada solament per l'evolució dels agregats monetaris i experimentà progressivament una certa distensió. La baixa dels tipus d'interès nominals iniciada a la primavera de 1982 es va accelerar després de la crisi mexicana. A més, a partir de la tardor de l'any 1982, el FED adoptà de nou una estratègia de control pels tipus d'interès, no d'una manera directa com abans de 1979, sinó via la fixació d'objectius de *borrowed reserves,* és a dir, del nivell d'emprèstits al banc central. En aquest sistema, la liquiditat que es proporciona als bancs per les operacions *d'Open Market* influeix sobre l'evolució dels tipus del mercat, la resta de les necessitats dels bancs és coberta pel descompte al nivell decidit pel FOMC (46).

D'altra banda, per a evitar les manques de pagament, l'Administració americana acordà préstecs de rellevament als països en dificultats i afavorí les operacions de reescalonament a gran escala dels deutes en venciment (5,5 mil milions de dòlars en 1982 i 100 mil milions en 1983) (47).

Amb tot, la seva filosofia respecte a l'economia mundial fonamentalment no havia canviat. Refusava la recerca de solucions generals i institucionals per mitjà de negociacions globals o d'una conferència monetària internacional. L'apropament seguit era el de «cas per cas». El FMI substituí les banques per a continuar els préstecs als països més «arriscats», però els seus recursos varen aumentar

massa poc pel fet principalment del bloqueig americà (48). Com a contrapartida dels seus préstecs i de la seva intervenció en l'operació de reescalonament, aquest organisme imposà als països endeutats polítiques destinades a millorar llur equilibri exterior per una reducció, de vegades dràstica, de llurs importacions.

Les mesures d'urgència adoptades a partir de l'agost de 1982 han permès de gestionar a curt termini la crisi de l'endeutament, però no pas resoldre'l. Els problemes de liquidesa dels PVD, en efecte, no poden desaparèixer a no ésser que el pes de llurs deutes s'atenuï sensiblement.

Ara bé, això suposa una progressió de llurs exportacions que no es pot obtenir si no és amb un creixement sostingut i durable de l'economia mundial, la baixa dels tipus d'interès, i al «desmantellament» de les mesures proteccionistes (49).

b) La recuperació econòmica: no inflacionista però fortament desequilibrada

Durant els dos primers anys de la represa (1983-1984) una part dels objectius del Programa de 1981 finalment foren aconseguits. El creixement de la producció fou més fort que en les precedents fases de la represa, la taxa d'inflació descendí a un dels nivells més baixos de la zona OCDE i l'atur també retrocedí sensiblement. Malgrat els tipus d'interès reals molt elevats, la inversió productiva que es beneficiava d'avantatges fiscals considerables augmentà fortament.

Però aquests resultats no foren pas obtinguts segons els mecanismes previstos per l'escola dels *supply siders*. La recuperació de 1983, afavorida per la baixa dels tipus d'interès nominals del segon trimestre de 1982, s'explica essencialment pel doblament del dèficit pressupostari i per la caiguda de la taxa d'estalvi. Així, apareixia un primer gran desequilibri de l'economia americana. Un altre desequilibri que a la llarga havia de bloquejar el creixement –el dèficit del comerç exterior– ha estat la conseqüència de la *policy mix* adoptada a l'interior del país i de la prioritat acordada en l'esfera internacional als mecanismes de mercat en un món cada vegada més interdependent (50).

Després del canvi de política esdevingut a França en 1982-83 i amb l'arribada, a l'hivern 1982-83, de governs conservadors a la RFA i al Japó, hi ha hagut una convergència d'objectius en els principals països industrialitzats per acordar la prioritat a l'objectiu d'escometre la inflació. Aquests mateixos països desitjaven també accentuar els mecanismes de mercat en un context on la cooperació econòmica internacional era limitada a la gestió de la crisi de l'endeutament. Ara bé, el succés obtingut en l'aplicació de polítiques nacionals «de sanejament» incoordinades, no ha portat, tal com s'esperava per l'Administració americana, a estabilitzar l'economia internacional, ans al contrari, ha provocat una molt forta inestabilitat als mercats de canvis i greus desequilibris de les balances de pagaments. El consens sobre els objectius econòmics a atènyer ha anat acompanyat, en efecte, d'una profunda divergència en les polítiques econòmiques que s'han aplicat, principalment en el camp pressupostari i fiscal. Això s'ha traduït, en un primer temps, per una variació de les taxes de creixement favorables als Estats Units. Gràcies a la barreja d'una política fiscal laxa i d'una política monetària relativament restrictiva, l'economia americana ha registrat un fort creixement, i això malgrat la progressió dels tipus d'interès reals. Llavors, les perspectives favorables ofertes per la represa i el nivell elevat del tipus del diner han convertit en particularment atractives les inversions en dòlars. A més, els operadors han anticipat un nou esdeveniment de la política monetària quan els ha semblat que a les necessitats de finançament del Tresor hi anava aparellada una demanda de crèdit del sector privat.

Les alces registrades pel dòlar al transcurs dels anys 1983, 1984 han accentuat la seva sobrevaloració. Això ha ajudat a alentir la inflació americana, però ha reduït fortament la competència dels sectors competitius, desencoratjant les inversions i fomentant un corrent d'opinió favorable al proteccionisme. La pèrdua

de competència i el desajust conjuntural de l'economia americana han portat dèficits comercials creixents:

Mil milions de dòlars	1981	1982	1983	1984	1985
Saldo de la balança comercial	−28	−36,4	−67,2	−114,1	−124,3

Font: Department of Commerce

La progressió quasi contínua del dòlar als mercats dels canvis revifà el debat sobre l'oportunitat de les intervencions de les banques centrals.

L'Administració americana era hostil a les intervencions. Refusava la noció de sobrevaloració en un sistema de canvis flotants on les taxes dels canvis s'estableixen en funció de l'oferta i de la demanda als mercats. Alguns membres de l'Administració admetien que un dòlar més feble fomentaria els sectors sotmesos a la competència estrangera, però temien que al ser menys atractiu per als inversors estrangers no reduís una de les fonts de finançament del dèficit pressupostari. La majoria dels membres de l'Administració estaven, doncs, en contra de les intervencions destinades a contrariar les tendències dels mercats de canvis, com igualment contra les intervencions efectuades amb la finalitat de limitar-ne les fluctuacions a molt curt termini. La posició de P. Volcker era més matisada. Segons ell, una política d'intervenció no era suficient per a oposar-se a les tendències fonamentals dels mercats, però podia ser útil per a reduir les fluctuacions, per a expressar les intencions de les autoritats monetàries i per a recolzar d'altres mesures. Havia d'anar acompanyada en el cas dels Estats Units d'una política de reducció del dèficit pressupostari.

Oposant-se al criteri oficial america de no intervenció, nombrosos responsables europeus i americans consideraven que la flotació «pura» en comptes d'eliminar les distorsions (infravaloració o sobrevaloració de les monedes) les augmentava, d'aquí la necessitat de «dirigir» la flotació. Admetien, no obstant això, que aquesta gestió era difícil car les distorsions eren provocades per les divergències de la política macroeconòmica i per la ineficàcia dels mercats, els quals amplifiquen els moviments dels tipus de canvi. Per consegüent, defensaven la definició de bandes de fluctuació a l'interior de les quals els tipus de canvi relatius estarien en equilibri. Eren també favorables a la coordinació de les polítiques macroeconòmiques, així com a les intervencions als mercats de canvis per a atenuar els efectes d'amplificació (51).

El dilema de la segona Administració del President Reagan: proteccionisme o cooperació internacional

Les autoritats monetàries havien manifestat des del començament de l'any 1984 llur inquietud a causa del caràcter particularment desequilibrat que prenia el creixement iniciat en 1983. El president Volcker havia indicat en diferents ocasions que la persistència dels dèficits pressupostaris molt elevats i la forta deterioració del comerç exterior provocarien a termini un *«crowding out»* (evicció) del sector privat, tant dels mercats financers com dels mercats de béns.

En el transcurs del primer semestre de 1984 les necessitats de finançament del Tresor restaren molt elevades i el pas de la fase de recuperació a una fase de forta expansió portà una viva demanda de crèdit per part de les famílies i de les empreses. Les autoritats monetàries temien que l'economia no atenyi massa ràpidament la plena ocupació de les capacitats de producció i que no fomenti tensions inflacionistes. No obstant això, varen decidir de no canviar llur política i de no augmentar les tensions exercides sobre la liquiditat bancària per a no agravar les dificultats d'alguns sectors econòmics i d'un gran nombre d'institucions financeres. Malgrat la política moderada del FED, no es va poder evitar una

pujada relativament ràpida dels tipus d'interès, però es limità al voltant de dos punts (de gener a agost), o sia clarament més poc que els moviments dels tipus observats en el passat en períodes de crisi (52). Les necessitats de finançament de l'economia que excedien àmpliament les capacitats de finançament podien satisfer-se gràcies a les entrades de capitals exteriors atrets per l'augment dels tipus d'interès, però també pel bon comportament econòmic del país en el domini del creixement, de l'atur i de la inflació.

A finals de l'estiu de 1984, esdevingué evident que el creixement es trobava amenaçat no pels motius invocats sovint al començament de l'any –plena ocupació dels factors de producció i dificultats de finançament– sinó per una insuficient demanda de productes americans a conseqüència de la seva pèrdua de competència. Cal dir que el fort creixement econòmic fàcilment finançat per l'estalvi estranger, havia comportat una accentuació de la sobrevaloració del dòlar i per conseqüent, una pèrdua suplementària de la competència de l'economia americana, principalment en els sectors industrial i agrícola.

L'explosió del dèficit comercial fou beneficiós per a la resta del món i en particular per a alguns països fortament endeutats, però la importància presa pels desequilibris deixava preveure en un termini més o menys breu, moviments correctius igualment importants, especialment en els mercats de canvis. El fet que els Estats Units tornessin a esdevenir, aquesta vegada involuntàriament, l'única «locomotora» de l'economia mundial, tingué per conseqüència de transformar el país en net deutor de la resta del món.

Els límits de la política seguida pels Estats Units d'ençà de 1981 es manifestaren clarament des de la fi de 1984, després de la triomfal reelecció del President Reagan, però no foren clarament percebuts per les autoritats americanes fins a la primavera de 1985. L'economia aleshores es trobà confrontada a dos majors problemes: la progressió ràpida de l'endeutament i el bloqueig del creixement. Tingueren d'escollir o bé de renunciar al liberalisme comercial o bé d'abandonar la política de no intervenció als mercats dels canvis.

Entre 1981 i 1985, el percentage del Deute Federal al PNB passà de 33 % a 46 %. Una part de les obligacions emeses per a finançar aquest deute es col·locà a inversors estrangers i gràcies a això el dèficit comercial es pogué finançar sense dificultat. Els Estats Units esdevenen així a partir del 1985 deutors nets de la resta del món (53), cosa que no s'havia produït des de 1914.

Posició internacional creditora o deutora neta
(mil milions de dòlars)

1982	1983	1984	1985
+136,2	+88,5	+4,4	−107,4

Font: Department of Commerce

Una tal evolució posa nombrosos problemes a l'economia americana i a la mundial. En efecte, pot semblar paradoxal que el país més ric del món s'hagi convertit en el principal importador de capitals. Tant més com aquests emprèstits a l'exterior s'han utilitzat per a finançar les despeses públiques d'un rendiment futur nul o molt feble (54). Així el servei del deute que els Estats Units van acumulant per a augmentar el consum present haurà d'implicar una forta disminució del consum de les generacions futures. Malgrat això els prestadors estrangers es veuran malparats ja que els excedents comercials necessaris al servei del deute no poden aparèixer sense una deterioració dels termes de l'intercanvi dels Estats Units. Ara bé, és la primera vegada que un país finança amb la seva pròpia moneda un dèficit exterior que representa del 2 al 3 % del PNB. Per

conseqüent, és la primera vegada que els prestadors prenen el risc de canvi d'una tal operació (55).

El problema de l'endeutament americà prengué una dimensió alarmant en 1985 i tard o d'hora exigia un canvi de política. Aquest, amb tot, fou provocat pel bloqueig del creixement, responsable d'un fort augment de fallides bancàries i de l'accentuació de les pressions proteccionistes. Alguns estudis realitzats en 1984 mostraven que era possible de mantenir un ritme de creixement d'un 3 % sense risc d'una acceleració de les tensions inflacionistes (56). Malgrat, però, una demanda domèstica sostinguda, el creixement econòmic en termes anuals caigué en el primer trimestre del 1985 a 0,3 %, molt lluny del 4 % previst al projecte del Pressupost presentat el mes de febrer per l'Administració. Aquesta davallada del creixement era imputable a la competència exercida pels productes estrangers a causa de la sobrevaloració del dòlar.

Les dificultats dels sectors sotmesos a la competència –agricultura, indústria (57)– s'han vist agreujades, com també les banques que els financen. Això ha augmentat la fragilitat del sistema financer el qual ha hagut, a més, de remuntar d'altres crisis en el sector dels *Savings and Loan.* A més, les dificultats del països endeutats han emergit de nou ja que el comerç mundial s'ha alentit molt i d'altra banda, la baixa del preu del petroli ha deteriorat la situació del sector energètic. En 1985, 120 banques han fet fallida als EUA, xifra la més elevada enregistrada després de la crisi del anys trenta. Per a les autoritats monetàries resultava indispensable de mantenir la taxa de creixement de l'economia al seu nivell «potencial» a fi d'aturar les fallides bancàries; això explica una nova flexibilització de la política monetària i la multiplicació de declaraciones en favor d'una baixa del dòlar.

Mantenir el creixement a un ritme superior del 2 %, reduir el dèficit pressupostari i frenar el proteccionisme, tals eren els nous objectius de la segona Administració Reagan. Exigien una revisió radical de la política econòmica interna i sobretot de les orientacions seguides en el àmbit de l'economia internacional.

Per a assolir aquests objectius, és a dir, per a mantenir el creixement malgrat l'efecte depressiu de les mesures de reducció del dèficit pressupostari (Llei Gramm-Rudman), era indispensable de minvar fortament les importacions i d'augmentar les exportacions. Això no es podia obtenir si no era amb un retrocés substancial del dòlar, una baixa concertada del tipus d'interès, una reactivació de les economies dels altres països industrialitzats i un millorament de la situació financera dels PVD importadors de productes americans.

La posició americana en relació a la política de canvis s'ha modificat oficialment d'ença de la reunió del Grup dels Cinc a Nova York el 22 de setembre de 1985. El nou secretari del Tresor, J. Baker, i el President del FED, P. Volcker, així com els seus homòlegs dels altres quatre països (França, Gran Bretanya, Japó, RFA) arrivaren a un acord per a afavorir una baixa important, però ordenada, del dòlar. Les autoritats americanes reconeixien per primera vegada després del 1981, que un dòlar sobrevalorat posava problemes a l'interior dels Estats Units i constituïa una font de desequilibris per a l'economia mundial. Admetien, a més, que la cooperació entre els països industrialitzats era indispensable per a resoldre els desequilibris existents.

Baker ha reiterat les seves posicions a l'ocasió de la reunió anual del FMI a Seül al començament d'octubre de 1985. Es mostrà favorable a una més gran coordinació de les polítiques per a fer baixar el nivell massa elevat dels tipus d'interès, reduir les distorsions dels tipus dels canvis, reabsorbir els desequilibris de les balances de pagaments i frenar el proteccionisme.

D'altra banda, en el marc d'aquesta reunió, Baker presenta un pla destinat a resoldre la crisi d'endeutament, pla basat en una més gran cooperació entre els PVD, les banques i els governs occidentals. Fins a la reunió de Seül, els Estats

Units per mitjà del FMI, imposava polítiques d'austeritat als països víctimes de dificultats financeres. El Pla Baker, al contrari, es pronuncia a favor de polítiques de creixement. Admet que el problema de l'endeutament ha esdevingut un problema de desenvolupament, d'on la importància de revifar el creixement amb l'ajuda principalment d'una represa dels préstecs bancaris als PVD. Així, reconeix, implícitament, que no és possible de seguir indefinidament polítiques d'austeritat amb l'únic objectiu d'obtenir un reembossament teòric dels deutes.

Aquest canvi d'actitud s'explica per consideracions econòmiques i polítiques. En primer lloc, la crisi de l'endeutament amenaça l'estabilitat del sistema bancari americà i internacional. A més, l'estancament prolongat dels països deutors exerceix un impacte negatiu en les exportacions americanes i accentua així les pressions proteccionistes. En fi, la disminució del nivell de vida dels països endeutats posa en perill llur estabilitat política. En aquest nou context, la possibilitat d'una reforma del Sistema Monetari Internacional quedava menys descartada.

El canvi d'orientació de la política americana en el camp de l'economia internacional ha estat confirmat, a principis de maig del 1986, a la cimera de Tokyo, on es decidí de millorar la coordinació de les polítiques econòmiques dels principals països industrialitzats. Contràriament a la cimera de Bonn de 1978, no s'ha pres cap mesura concreta i no hi ha hagut cap compromís en relació a objectius quantificats. L'experiència de l'últim estiu i les reunions de la tardor han mostrat fins a quin punt era difícil de passar dels principis a les realitzacions (58).

Els governs dels països industrialitzats, els quals durant vint anys havien reeixit a mantenir la plena ocupació, s'han vist confrontats més endavant amb nous i amb nombrosos desafiaments.

A pesar de la crisi energètica i de l'evolució desfavorable dels factors estructurals del creixement, les poblacions de la majoria d'aquests països exigien en els anys setanta una continuació de l'alça del nivell de vida, un millorament de les pensions de retir, més esbargiment, una societat més igualitària, la protecció del medi ambient, etc... L'acceleració de la inflació ha reestablert els límits de l'acció governamental i ha recordat a les societats les restriccions elementals que imposen les lleis de la producció i de la distribució. Millorar l'eficàcia i la competència de les economies s'ha manisfestat aleshores com una condició necessària per a reactivar el creixement a partir de bases sanes i durables.

Les polítiques liberals i restrictives seguides al començament dels anys vuitanta, tenien per principal objectiu de millorar la flexibilitat de les economies domèstiques i d'afavorir les transformacions sòcio-econòmiques que imposava el nou context econòmic i les tecnologies.

Ara bé, es feia difícil de defensar el liberalisme per a millorar el comportament de les economies nacionals i, a la vegada, de fomentar la cooperació i la gestió concertada de l'economia internacional. És per això que durant cinc anys, la doctrina de laissez-faire imposada per l'Administració del President Reagan, ha dominat l'esfera econòmica internacional.

A l'hora actual, les economies dels països industrialitzats s'han tornat menys «rígides». Els objectius perseguits per les polítiques exercides als anys vuitanta en gran part, conseqüentment, s'han assolit. A Europa i a tot el món hi ha nombrosos recursos desocupats, la qual cosa allunya l'eventualitat d'una vigalla de la inflació. La represa del creixement roman, no obstant això, bloquejat per la insuficiència de les capacitats productives i per l'absència de coordinació internacional.

L'Administració americana, en modificar la seva posició envers les relacions econòmiques internacionals, fa que Europa pugui encara elegir entre un manteniment concertat del creixement, la revaloració brutal d'algunes de les seves monedes o el proteccionisme.

Seria de doldre no preferir l'objectiu de creixement i de lluita contra l'atur i així de malversar l'oportunitat oferta per un context que, des del començament de la crisi, no ha estat mai tan favorable.

Taula 1
Principals característiques de les polítiques econòmiques de l'Administració Carter i de la primera Administració Reagan

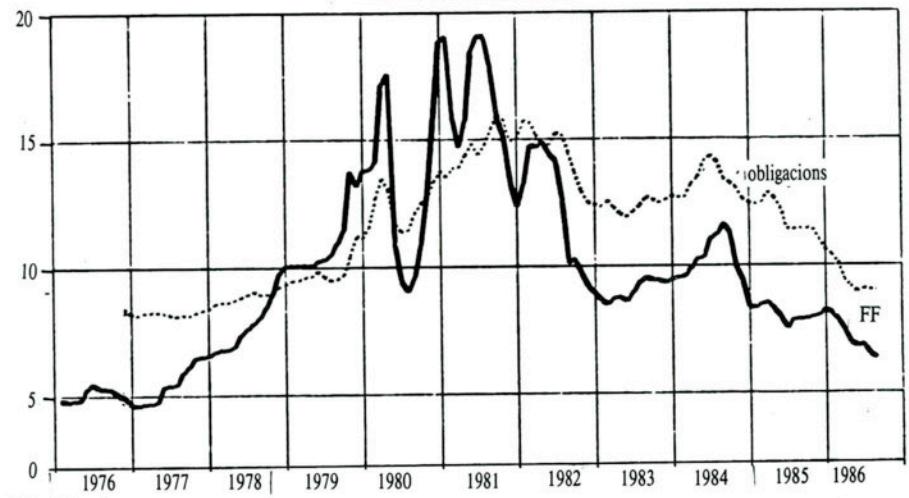
	Administració Carter	*1.ª Administració Reagan*
Cicle econòmic	revifament al començament del mandat, política restrictiva a la fi del període	política restrictiva al començament del mandat, revifament des de la meitat del període
Dosificació dels instruments de la política econòmica	política pressupostària i fiscal moderadament restrictiva	política pressupostària i fiscal laxa
	política monetària laxa (tipus d'interès reals negatius) després estrenyiment del control de la massa monetària	política monetària restrictiva (tipus d'interès reals fortament positius) però taxes de creixement elevat de la massa monetària a la fi del període
Política econòmica internacional	concertació	respecte del lliure funcionament dels mercats, principalment no intervenció en els mercats de canvis

Taula 2
L'evolució de les principals magnituds macro-econòmiques

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Taxa de creixement del PNB en volum (mitjanes anuals, en %)	4,7	5,3	2,5	−0,2	1,9	−2,5	3,5	6,5	2,2
Deflactor del PNB (en %)	6,7	7,3	8,9	9,0	9,7	6,4	3,8	4,1	3,3
Saldo pressupostari	−53,6	−59,2	−40,2	−73,8	−78,9	−127,9	−207,8	−185,3	−212,3
– mil milions de dòlars									
– en % del PNB	−2,7	−2,7	−1,6	−2,7	−2,6	−4,0	−6,1	−4,9	−5,3
Índex d'atur (en %)	7,1	6,1	5,8	7,1	7,6	9,7	9,6	7,5	7,2
Taxa de creixement de M2 (en %)	10,6	8,0	7,8	8,9	10,0	8,9	12,0	8,4	8,1
Saldo de la Balança de Pagaments corrents									
– mil milions de dólars	−14,5	−15,4	−1,0	−1,9	+6,4	−9,1	−46,6	−106,5	−117,7
– en % del PNB	−0,7	−0,7	−0,03	+0,06	+0,2	−0,3	−1,4	−2,8	−2,9

Font: Economic Report of the President, 1986

Taula 3
Els tipus d'interès nominals

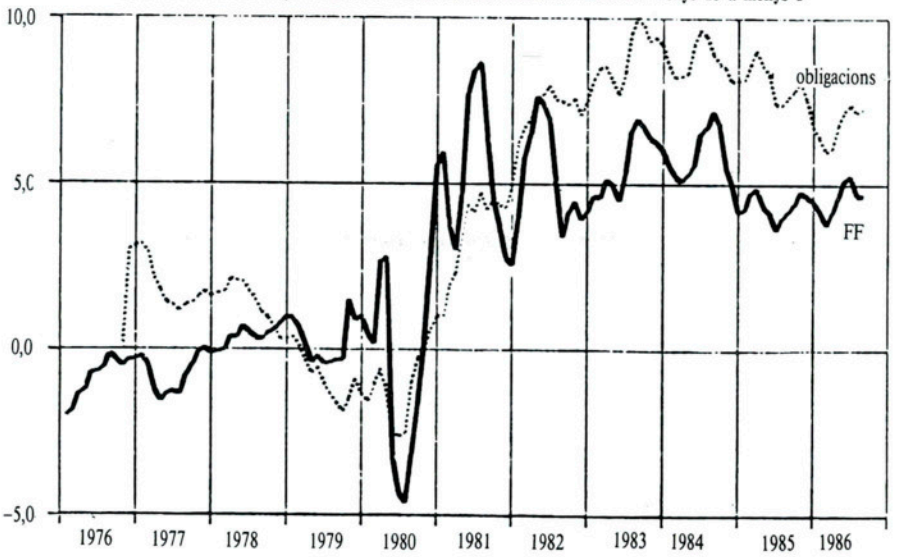


FF: Federal Funds

Taula 4

Els tipus d'interès reals.

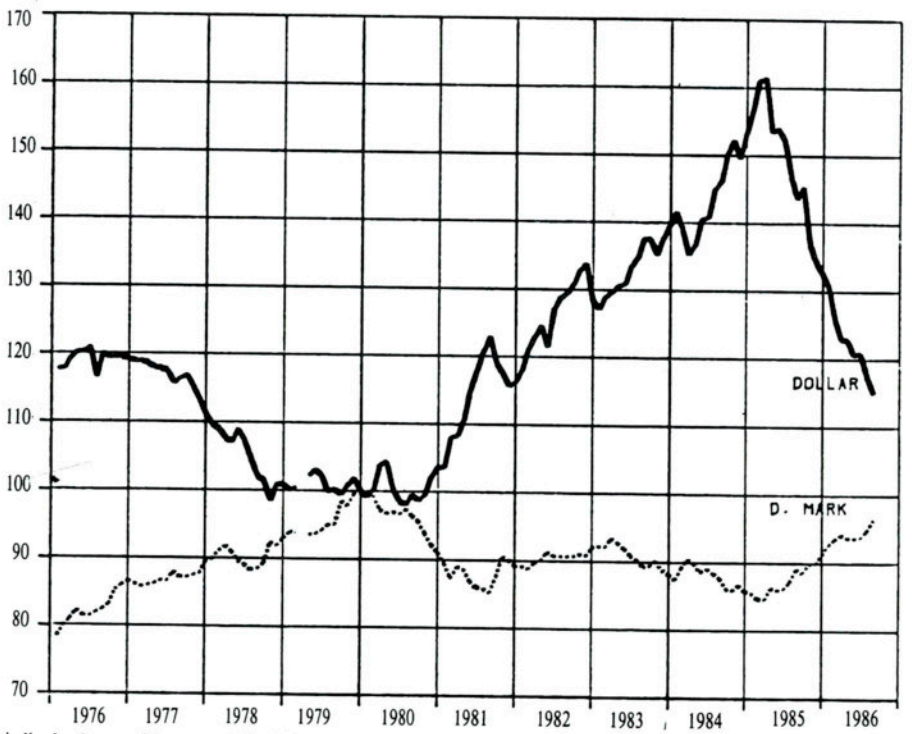
Tipus de rendiment mitjans mensuals delaxtads dels índexs d'inflació de menys 13 a menys 1



FF: Federal Funds

Taula 5

Evolució del curs del dólar i dels deutsche mark. Índexs mensuals relacionats a l'indicador sintètic de l'Insee Base 100 finals 1979



Aquest indicador és una mitjana geomètrica dels cursos de les monedes d'onze paisos, ponderades proporcionalment a les exportacions de productes manufacturats de cadascun d'aquests paisos pel període 1980-1982.

Notes

(1) Veure R.N. COOPER «Is there a Need for Reform?» a «The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods», Federal Reserve System of Boston. Conference series no 28, 1984; R. SOLOMON «The International Monetary System 1945-1981» Harper and Row, New-York, 1982; R.N. COOPER «Prolegomena to the Choice of an International Monetary System» a «World Politics and International Economics» Ed. by F. BERGSTEN and L.B. KRAUSE, The Brookings Institution, Washington D.C., 1975; Robert TRIFFIN «Gold and the Dollar Crisis» Yale University Press, 1960; L.B. YEAGER «International Monetary Relations: Theory, History, Policy»; Harper and Row, New-York, 1976; T.D. WILLET «Functioning of the Current International Financial System: Strengths, Weaknesses and Criteria for Evaluation» a «International Money and Credit: the Policy Roles» Ed. by G.M. von FURSTENBERG, FMI, Washington D.C., 1983.
(2) M. FOUET «Le Dollar» La Découverte, Paris, 1985; R.M. GELPI «Mecanismes de la Création Monétaire et Régulations Economiques» Thèse d'Etat, Paris IX Dauphine, 1982; M. AGLIETTA «Les Vicissitudes de la politique monétaire des Etats-Unis au cours des cinq dernières années» Thèse complémentaire, 1976.
(3) J. WILLIAMSON «The Benefits and Costs of an International Monetary Non System» a «Reflections on Jamaica» Ed by E.M. BERNSTEIN et al., Essays in International Finance no 5, Princeton University, abril 1976; J. WILLIAMSON « The Failure of World Monetary Reform» a «The International Monetary System under Flexible Exchange Rates: Global, Regional and National; Essays in Honor of Robert Triffin», Ed. by R.N. COOPER, P. B. KENEN, J.B. MACEDO, J. VAN YPERSELE, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Mass. 1982.
(4) R. I. McKINNON «Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard» The American Economic Review, juny 1982; D. COHEN, P. EWENCZYK «L'instabilité du Système Monétaire International» Economie et Statistique, Paris, octubre 1980.
(5) H. J. WITTEVEEN «Developing a New International Monetary System: A Long Term View» the 1983 Per Jacobsson Lecture, The George Washington University, Washington D.C., September 25, 1983; J. WILLIAMSON «On the System in Bretton Woods» American Economic Review, Papers and Proceedings, May 1985.
(6) veure J. WILLIAMSON «The Exchange Rate System» The Institute for International Economics, septembre 1983; M. GOLDSTEIN «The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future» FMI Occasional Paper no 30, Washington D.C juliol 1984; M. OBSTFELD «Floating Exchange Rates: Experience and Prospects» Brookings Papers on Economic Activity, 1985 – 2, Washington D.C.; R. DORNBUSCH «Flexible Exchange Rates and Interdependence» IMF Staff Papers, març 1983; W.H. BRANSON «Economic Structure and Policy for External Balance» IMF Staff Papers, març 1983.
(7) J. WILLIAMSON «International Liquidity: Are the Supply and Composition Appropriate?» a «The International Monetary System; Forty years After Bretton Words» G.M. von FURSTENBERG Ed. «International Money and Credit: The Policy Roles»; R.N. COOPER «The Evolution of the International Monetary Fund Toward a World Central Bank» Harvard University, 1983; S.W. BLACK «International Money and International Monetary Arrangements» a «Handbook of International Economics» v.2 Ed. by R. W. JONES, P.B. KENEN, Elsevier Science Publishers, Amsterdam 1985; M. KAJI, R.N. COOPER, C. SEGRE «Towards a Renovated World Monetary System» The Trilateral Commission, Triangle Papers no 1, 1973.
(8) B. CAMUS, M. DELATTRE et alii «La Criste du système productif» INSEE desembre 1981.
(9) OCDE «La flexibilité du marché du travail», 1986.
(10) CEPII «La montée des tensions» Economica, 1983.
(11) R.N. COOPER «Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies» a R.N. COOPER «Economic Policy in an Interdependent World» MIT Press, Cambridge, Mass. 1986; R.N. COOPER «The Economics of Interdependence» Council on Foreign Relations, 1968 i Columbia University Press, 1980.
(12) Els moviments de capitals facilitats per les telecomunicacions han esdevingut molt sensibles a l'evolució dels índex d'interès i a les anticipacions de les taxes de canvis.
(13) L'obertura de les fronteres ha estat encoratjada per l'organització econòmica internacional progressivament establerta després de l'any 1945: OCDE i UEP, CEE, Acords del GATT, etc...

(14) veure R.N. COOPER «The Economics of Interdependence»; R.N. COOPER «Macroeconomic Policy Adjustment in Interdependent Economics» The Quarterly Journal of Economics, febrer 1969; R.N. COOPER «Economic Mobility and National Economic Policy» Wicksell Lectures 1973, Almqvist and Wiksell, Upsala, 1974 recullit a Economic Policy in an Inderdependent World; R.C. BRYANT «Money and Monetary Policy in Interdependent Nations» The Brookings Institution, Washington D.C., 1980; R.N. COOPER «Economic Interdependence and Foreign Policy in the Seventies» World Politics 24 no 2, 1972 a «Economic Policy in an Interdependent World».
(15) R.N. COOPER, K. KAISER, M. KOSAKA «Towards a Renovated International System» The Trilateral Commission, Report of Task Force no 4, 1977; J.J. POLAK «Coordination of National Economic Policies» Group of Thirty, New-York 1981; «Promoting World Recovery: A Statement on Global Economic Strategy by Twenty-Six Economists from Fourteen Countries» The Institute of International Economics, Washington, desembre 1982; Group of Thirty «The Problem of Exchange Rates: A Policy Statement», New-York 1982; R. LAYARD, G. BASEVI, O. BLANCHARD, W. BUITER, R. DORNBUSCH «Europe: the case for unsustainable Growth» Centre for European Policy Studies (CEPS) Papers no 8/9, 1984; N. THYGESEN «An Agenda for the London Economic Summit: Policy Convergence, Exchange Rates and International Liquidity» CEPS Papers no 10 Brussel·les, 1984; N. THYGESEN «Exchange Rates in the International Adjustment Process» CEPS Papers no 25, Brussel·les 1985.
(16) En el sentit europeu del terme i no en el sentit americà.
(17) Aquests economistes per conseqüent estan oposats al proteccionisme i al control dels moviments de capitals.
(18) W.M. CORDEN «The Logic of the International Monetary Non-System» a «Reflections on a Troubled World Economy» Ed. by F. MACHLUP, G. FELS and H. MULLER-GROELING, Macmillan, London 1983; R. VAUBEL «International Coordination or Competition of National Stabilisation Policies? A Welfare Economic Approach» Institute of World Economics, Kiel, March 1983.
(19) «International Economic Cooperation: Is it desirable? Is it likely?» The American Academy of Arts and Sciences, novembre 1985.
(20) R.N. COOPER «Economic Interpendence and Coordination of Economic Policies»; K. HAMADA «Macro-economic Strategy and coordination under Alternative Exchange Rates» in «International Economics Policy» Ed. by R. DORNBUSCH and J.A. FRENKEL, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1979; G. OUDIZ, J. SACHS «Macro-economic Coordination Among the Industrial Economies» Brookings Papers on Economic Activity (BPEA), Brookings Institution, Washington D.C. 1984 Volume I; G. OUDIZ, J. SACHS «International Policy Coordination in Dynamic Macro-Economic Models» a «International Economic Policy Coordination»
(21) R.N. COOPER «Global Economic Policy in a World of Energy Shortage», 1982, a «Economic Policy in an Inderdependent World».
(22) De 1977 a 1980, R.N. COOPER ocupa el càrrec de subsecretari d'estat d'afers econòmics i F. BERGSTEN el de secretari adjunt al tresor per als afers internacionals.
(23) R.N. COOPER «Global Economic Policy in a World of Energy Shortage»; R.N. COOPER «Flexible Exchanges Rates, 1973-1980, How Bad Have They Really Been? a «The International Monetary System under Flexible Exchange Rates: Global, Regional and National».
(24) Essencialment monetàries, car el déficit pressupostari social oscila al voltant del dos per cent del PNB.
(25) Cal recalcar que en 1978 el déficit de la balança de pagaments corrents no era sinó de 15,4 mil milions de dòlars, quantitat negligible comparada als 124 mil milions enregistrats en 1985.
(26) R.N. COOPER «Economic Problems of Developing Countries... 1983» Harvard University, febrer 1983.
(27) El FED és una agència independent dintre de l'Estat, responsable de la política monetària.
(28) En 1970, el FED fixa els primers objectius de les taxes de creixement dels agregats monetaris. Aquests objectius s'han publicat a partir de 1975.
(29) Les reserves no manllevades («unborrowed reserves») que són iguals al total de les reserves bancaries disminuides del total del recurs al redescompte.
(30) R.M. GELPI «Les taux d'intérêt et les agrégats monétaires»; FOCUS, septembre 1983

Problèmes Economiques, 9 novembre 1983; R.M. GELPI, cròniques monetàries mensuals del Bulletin du CIEC (Centre d'Information et d'Etude du Crédit), novembre 1978 a septembre 1985; J.P. CAILLOT «L'élaboration et la mise en oeuvre de la politique monétaire par le Federal Reserve System» Ambassade de France aux Etats-Unis, 14 juin 1985; P. AUBERT «La loi bancaire du 31 mars 1980 (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) Ambassade de France aux Etats-Unis, 15 avril 1980; «Une nouvelle étape de la déréglementation en matière financière: La Loi Garn – St Germain» Ambassade de France aux USA, 30 desembre 1982.

(31) A. M. WOJNILOWER «The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History» Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1980.

(32) Abans de la reforma del anys 1980 les banques estaven sotmeses a una reglamentació que limitava la competència a l'interior del sistema. Elaborada en gran part llavors de la crisi dels anys 1930, tenia per objectiu de impedir les banques de dipòsits de intervenir en el mercat financer i de protegir les institucions financeres contra les fluctuacions de la conjuntura. Després de la reforma de 1933 el sistema bancari americà presentava les següents característiques: Especialització geogràfica; especialitzaciò de les activitats; reglamentació dels índex creditors (Taxes carregades als dipositaris); diversitat dels organismes de control i hetereogenitat de les banques relacionades.

(33) Y. SUZUKI «Main Issues on the Japanese Economic Scene: Recent Trends in the Japanese Economy and Developments in Financial Innovation» Lecture at 1984 seminar for central Bank Staff Members of Asian and other Countries.

(34) La lliberació definitiva té lloc el 30 de mars de 1986.

(35) Els NOW accounts (negotiable order of withdrawal) són cómptes bancaris amb llibreta d'estalvis, remunerats, que el titular és autoritzat a fer xecs a condició que els dipòsits depassin una quantitat mínima.

(36) Els share drafts oferts pels Credit Unions (associacions cooperatives especialitzades en el crèdit al consum) són identiques al NOW accounts.

(37) Els ATS (automatic transfer services) beneficien de la liquidesa dels comptes xecs i de la rentabilitat dels comptes d'estalvi.

(38) M.A. AKHTAR «Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: An International Perspective» B.I.S. Economic Papers, no 9 desembre 1983; Ambassade de France aux Etats-Unis, le Conseiller Financier «Innovations Financières et Politique Monétaire aux Etats-Unis depuis 1979», 26 juin 1984; T.R.G. BINGHAM «Le Secteur Bancaire et la Politique Monétaire», OCDE 1985; B.R.I.» «Marchés de Capitaux et Innovations Financières», Rapport Annuel 1983; B.R.I. «Modifications de la Structure des Marchés des Capitaux», Rapport Annuel, juin 1985; J.D. GERMANY, J.E. MORTON «Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries», Federal Reserve Bulletin, October 1985; L.E. GRAMLEY «Financial Innovation and Monetary Policy», Federal Reserve Bulletin, July 1982; D. HALE «America's Addiction to Foreign Capital», The Wall Street Journal, 16.2.1984; W.S. HARAF «Regulation and Deregulation of Financial Services», The American Enterprise Institute for Public Policy Research, January 1986; M. KONOSHITA «Bank Management and Financial Order in the Phase of Liberalization and Internationalization of Financial Markets», Bank of Japan Monetary and Economic Studies, September 1985; A. LAMFALUSSY «Innovations financières, politique monétaire et stabilité des marchés», Revue Banque, janvier 1986 no 457; J.J. MERRICK Jr, A. SAUNDERS «Bank Regulation and Monetary Policy» Journal of Money, Credit and Banking, vol, 17, no 4 (November 1985, Part 2); R.M. PECCHIOLI «Les Pouvoirs Publics face à l'internationalisation des activités bancaires», OCDE, 1983; i SUZUKI «Interest Rate Decontrol, Financial Innovation and the Effectiveness of Monetary Policy», BOJ, Monetary and Economic Studies, June 1983.

(39) H.R. NAU «Where Reaganomics Works» Foreign Policy no 57 Winter 1984-1985; «The State of the Debate: Reaganomics» C.F. BERGSTEN «The Problem?» H.R. NAU «Or the Solution» Foreign Policy no 59 Summer 1985; H.R. NAU ha estat el responsable dels afers economics internacionals al National Security Council de 1981 a 1983.

(40) V. COUDERT «Le Budget Américan: les raisons du déficit» CEPII, document de travail, février 1984; J. TOBIN «The Fiscal Revolution: Disturbing Prospects» Challenge, janvier-février 1985, J.J. Minarik «Tax Reform» Challenge, mars-avril 1985; J.H. Makin «All about Tax Teform» The American Enterprise Institute Economist, octubre 1985.

(41) El nivell molt elevat atès per l'atur ha implicat una desacceleració espectacular del ritme anual de progressió dels salaris. Un alentiment de l'inflació ha estat, d'altre banda

reforçat per l'evolució favorable dels preus de l'energia i dels productes de base a més dels del petroli, com igualment per l'apreciació del dolar.
(42) «The Built-in Deficit» Bussiness Week, 16 agost 1982.
(43) En alguns països d'America Llatina la situació s'havia agreujat per les polítiques nacionals i per les fugides de capitals.
(44) Les institucions financeres americanes que tenien un actiu financer important a llarg termini a taxes fixes (préstams hipotecaris principalment o títols) i un passiu a curt termini, víctimes de la transformació en període de forta alça dels índex, travessaven una greu crisi de rentabilitat responsable de nombroses fallides i d'una brutal caiguda dels fons propris.
(45) En 1982 la càrrega dels crédits acordats pels nou principals bancs americans els PVD i els paisos de l'Est representava el 280 % de llurs fons propris.
(46) Federal Open Market Committee.
(47) R. E. FEINBERG «LDC Debt and the Public Sector» Challenge, Juliol/Agost 1985.
(48) L'Administració del President Reagan s'ha oposat al desenvolupament autònom dels DTS i a la transformació del FMI en banca d'emissió de moneda internacional. L'elevació general de les quotes-parts del FMI decidida al febrer 1983 trobà l'hostilitat dels membres del Congrès Americà. Segons ells els prestecs del FMI servien per a preparar les imprudencies del banquers. Finalment el Congrès votà l'augment de 8,4 mil milions de dolars de la quota-part dels Estats Units, peró exigí que els Estatuts del FMI fossin modificats i que les banques americanes es sotmetessin a una reglamentació molt estricta en matèria de préstecs internacionals.
(49) W.R. CLINE «International Debt and the Stability of the World Economy» Institute of International Economics, setembre 1983; W.R. CLINE «International Debt: Systemic Risk and Policy Response» IIE, Washington 1984; C.F. BERGSTEN, W.R. CLINE, J. WILLIAMSON «Bank Lending to Developing Countries: the Policy Alternatives» IIE Washington, abril 1985; T. WATANABE, J. LESOURNE, R.S. McNAMARA «Facilitating Development in a changing Third World» Trilateral Commission no 27, 1983; R.N. COOPER «Economic Problems of Developing Countries... 1983» Harvard University, Febrer 1983; W.R. CLIEN «The Issue is lliquidity, Not Insolvency» Challenge, juliol-agost 1984; CEPII «Economie Mondiale 1980-1990: la fracture?» Economica, Paris, 1984; R. DORNBUSCH «On the Consequences of Muddling through the Debt Crisis» The World Economy, vol. 7 no 2, juny 1984; «The LDC debt problem – at the mid point?» World Financial Markets octubre-novembre 1984, Morgan Guaranty Trust Company; IIE et CEPII «Commerce, Finance et Economie Mondiale» Rapport pour la réunion à Paris du 14 au 16 octobre 1983; «Perspectives on Global Debt» Journal of International Affairs, Summer 1984; «Endettement international: le carcan» La lettre du CEPII, juin 1984; K.B. DILLON, C.M. WATSON, G.R. KINCAID, C. PUCKAHTIKOM «Recent Development in External Debt Restructuring» I.M.F., Occasional paper no 40, Washington D.C., octubre 1985; P.B. KENEN «Financing, Adjustment and the International Monetary Fund» the Brookings Institution, Studies in International Economics, Washington, 1986.
(50) J.E. GARTEN «Gunboat Economics», America and the World 1984, Foreign Affairs vol. 63 no 3; R.N. COOPER «U.S. Macroeconomic Policy, 1986-88» Harvard University, febrer 1986; R.N. COOPER «The United States as an Open Economy» Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper no 1193, novembre 1985; M. FELDSTEIN «American Economic Policy and the World Economy» Foreign Affairs vol. 63 no 5, Summer 1985; D. OWEN, Z. BRZEZINSKI, S. OKITA «Democracy Must Work»; Report to the Trilateral Commission no 28, New-York University Press, 1984; «U.S. Leadership in the World Economy» World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company, febrer 1984; S. MARRIS «Managing the World Economy: Will We Ever Learn?» Essays in International Finance no 155, Princenton University, Department of Economics, International Finance Section, octubre 1984.
(51) J. WILLIAMSON «The Exchange Rate System» IIE juny 1985; N. THYGESEN «Exchange Rates in the International Adjustment Process» CEPS Papers no 25; O EMMINGER «The Dollar's Borrowed Strength» Group of Thirty, Occasional Papers no 19, New-York, 1985; O. BLANCHARD, R. DORNBUSCH «US Deficits, the Dollar and Europe» CEPS Papers no 6, Brussel·les 1984; J.A. FRABKEL «Six Possible Meanings of Overvaluation»: the 1981-85 Dollar» Essays in International Finance no 159, Desembre 1985, Princeton University, Deparment of Economics, International Finance Section; «The Strong Dollar» World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company, maig 1983;

«The Dollar, correction or plunge?» World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company, abril 1984.
(52) Aquesta alça tanmateix ha estat suficient per a crear tensions entre països deutors i creditors i per a provocar una petita crisis en el mercat on es negocien els títols a mig i llarg termini a més pel Tresor. Es en aquest clima degradat que ha esclatat la crisi de confiança en relació al Continental Illinois que era aleshores la sèptima banca americana.
(53) L'endeutament net sols de l'any 1985 és superior a la càrrega de la deuta exterior brasilenya que era la més elevada del món.
(54) R.N. COPER «U.S. Macroeconomic Policy, 1986-88» Harvard University, febrer 1986; C.F. BERGSTEN «The Second Debt Crisis is coming» Challenge, May-June, 1986; R.D. HORMATS «The World Economy Under Stress» America and the World, 1985 Foreign Affairs vol. 64 no 3; S. MARRIS «Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk» IIE. Washington D.C. desembre 1985; R.N. COOPER «The United States as a Debtor Nation» Harvard University, May 1986.
(55) R.M. KUBARYCH «Financing the U.S. Current Account Deficit» Federal Reserve Bank of New-York, Quarterly Review, Summer 1984.
(56) D.M. WOODHAM «Potential Output Growth and the Long-Term Inflation Outlook» Federal Reserve Bank of New-York, Quarterly Review, Summer 1984; S.K. McNEES «Economic Growth: How Much is Too Much?» New England Economic Review, Federal Reserva Bank of Boston, janvier-février 1984.
(57) Compresa l'alta tecnologia. Veure: «America's High-Tech Crisis» Business Week, 11 març 1985.
(58) F. BERGSTEN «World Growth» Challenge, Maig-Juny 1986; J. Williamson «Why Tokyo's indicators are so important». Financial Times, 11 juny 1986.