

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

S U M A R I O

	<u>Págs.</u>
La política económica de Estados Unidos: a la deriva en medio de unas expectativas a la baja.....	1
Las posibles dificultades de financiación de los déficits / norteamericanos	9
Las relaciones USA-Japón: temores y fantasías	13
El nuevo tratado USA-Japón	17
Como dicen en Tokio: "Kutubare PNB"	19
Entre la ira y el temor reverencial, o la invasión de Europa por los japoneses	23
Es hora de decir adiós al acuerdo del Louvre	26
La reunión de los 7-G: comunicado final y comentarios	32
Las reservas mínimas bancarias	38
La evolución -en alza y positiva- de los tipos de interés .	41

**La política económica de Estados Unidos: a la deriva
en medio de unas expectativas a la baja**

El artículo que sigue, de Paul Krugman(1), se publicó en "The Washington Post", de donde lo reprodujo el "Herald Tribune" del 27 de Marzo.

Si los economistas y futurólogos de hace 20 años hubieran previsto una evolución en la cual la productividad avanzaba penosamente a un ritmo del 1 por ciento anual; en la que los salarios horarios reales se hubieran reducido durante dos décadas enteras (1970 y 1980); en la que la pobreza aumentaba en términos absolutos; y, finalmente, en la que la economía de Estados Unidos retrocedía, de acuerdo con ciertas mediciones, a un nivel de tercer orden, habrían llegado a la conclusión de que se iba hacia un desastre de tal magnitud que este había de traducirse en una respuesta política de parecidas dimensiones.

Pues bien, esa es la economía que tenemos, y la verdad es que no ha producido la respuesta política que se podía haber pensado. Al contrario: los resultados económicos son considerados hoy como un gran éxito. Véase como prueba de esto el papel que jugó la economía en la elevación de George Bush a la presidencia del país.

Debe permitírsenos que critiquemos esa complacencia nacional y que condenemos esta etapa de menores expectativas en la que una mayoría de norteamericanos se muestran dispuestos a exigir mucho menos para si mismos y para sus hijos de lo que nadie habría podido impaginar 20 años atrás. Pero antes de pedir que se haga algo, es importante admitir que hay buenas razones para que los gestores de la economía dejen, simplemente, que las cosas sigan su curso, a su aire, a la de-

(1) Paul Krugman, profesor de economía en el Massachusetts Institute of Technology, es autor de la obra "The Age of Diminished Expectations", que acaba de publicarse.

riva.

Si no hemos reaccionado ante el estancamiento de la productividad o ante la persistencia de las situaciones de pobreza; si, por el contrario, hemos aceptado una tasa "natural" de desempleo muy por encima de lo que en otros tiempos habíamos considerado intolerable es, sencillamente, porque las posibles respuestas ante estos problemas nos parecen excesivamente inciertas o demasiado costosas. Además, los peligros que se descubren en el horizonte no parecen tan graves como muchos suponen. Es decir, no es tan importante como algunos creen que el déficit comercial se vea reducido, o que se persista en la lucha contra la inflación, etc.

Con esto, desde luego, no se quiere sugerir que los norteamericanos deberían celebrar la existencia de tales problemas. Evidentemente, estaríamos mucho mejor si pudiéramos eliminarlos, y no son pocos los que proponen fórmulas para alcanzar este fin. Pero la cuestión es si, en general, tiene sentido que el país resista las llamadas de los que creen que se ha de hacer un esfuerzo para superar la situación. En otras palabras, si no es mejor continuar en la cómoda actitud presente y esperar a ver qué pasa.

Veámos, brevemente, cuales son los hechos.

A.- La capacidad de un país para elevar su nivel de vida a largo plazo depende casi enteramente de su productividad. Ahora bien, desde 1973, la producción de Estados Unidos por trabajador se ha estancado, y esto no sólo en comparación con nuestros rivales económicos sino también en relación con etapas anteriores de Norteamérica. Las décadas de los 70 y de los 80 fueron, de hecho, las menos productivas de todo el siglo.

Como resultado de ello no han aumentado las retribuciones reales para el trabajador medio norteamericano desde el inicio de la primera presidencia de Nixon. Desgraciadamente, nadie sabe realmente por qué la productividad ha progresado tan lentamente. Hay, como siempre suele ocurrir, varias teorías que intentan explicarlo, pero estas son poco más que conversaciones

de café.

Sin embargo, el desconocimiento de las causas de los problemas no ha evitado que la gente propusiera remedios. La receta de los economistas ortodoxos es simple: fastídiense ("suffer"). Consuman menos ahora de forma que queden más recursos disponibles para la inversión en fábricas o en educación. Vivirán peor hoy, pero dentro de 10 años -o tal vez 20- la productividad será lo suficientemente alta como para compensarles de los sacrificios realizados.

Este remedio no ha sido recibido precisamente con un gran fervor político, en especial si se tiene en cuenta que la caída de la productividad no está necesariamente relacionada con la menor inversión. De hecho, los norteamericanos destinaron a inversión en los 70 y en los 80 una proporción tan alta de sus recursos como en los años 50 y en los 60. Además, gastaron un porcentaje mayor en educación, especialmente en educación superior. Pero el dinero no resolvió esta vez el problema. Es explicable, por consiguiente, que los norteamericanos se resistan a sacrificarse hoy por algo que no es seguro que produzca beneficio alguno mañana.

También se han sugerido fórmulas menos ortodoxas. De la derecha han llegado los economistas de la oferta, los cuales predicán que dejando a los mercados libres de toda interferencia oficial el sector privado recobrará el dinamismo que ha de solucionarlo todo. Sin embargo, cuando estuvieron en el poder durante los años de Reagan, los economistas de la oferta proporcionaron un crecimiento de la productividad mucho menor de lo que habían prometido. En estas circunstancias, es natural que sus consignas encuentren ahora muchos menos seguidores.

Desde la izquierda, mientras tanto, han acudido los defensores de la política industrial, los cuales proponen que el Estado intervenga más en los mercados. En una fase de déficits presupuestarios persistentes y de desconfianza en la competencia y en la integridad de la Administración, quieren poner en manos de los burócratas y de los políticos todavía más

recursos con los que subvencionar a ciertas industrias, aunque no haya acuerdo entre ellos sobre cuales deberían ser estas. En un futuro próximo, los norteamericanos pueden aceptar algunas pruebas o "tests" para pequeñas empresas, pero cualquier programa de política industrial a gran escala debe ser terminantemente excluido.

B.- Todo el mundo querría que se pusiera fin a los déficits comerciales masivos que se han hecho crónicos en los años 30. Ahora bien, el déficit comercial no puede resolverse sin un aumento substancial del ahorro nacional, y la única manera de conseguir esto es a través del equilibrio del presupuesto federal. Esto significa una combinación de recortes del gasto y de aumentos de los ingresos del orden de 100 a 150 m.m. de dólares. Un precio que el público no parece dispuesto a pagar.

Una razón de esto puede ser que el premio no justifica el coste. Por ejemplo, mucha gente ve que se cierran fábricas a causa de la competencia de las importaciones y que muchos trabajadores se quedan sin empleo porque la exportación es difícil. Pero en los años 80 aumentó el déficit comercial al mismo tiempo que se incrementaban los puestos de trabajo. Aunque se hubiera evitado en alguna medida el déficit comercial lo más probable es que no habría mejorado en absoluto la situación del empleo. Incluso tal vez habría empeorado.

El déficit comercial, naturalmente, conduce directamente al aumento de la deuda exterior. Ahora bien, como proporción de la enorme renta nacional, la deuda de Estados Unidos es pequeña, y continuaría siendo tolerable incluso en el caso de que siguiéramos endeudándonos al ritmo presente durante lo que queda de siglo. Es fácil ver, por consiguiente, por qué el público pone poca atención en las advertencias en favor de la reducción del gasto público y del aumento de los ingresos fiscales.

C.- La política monetaria contractiva que redujo la tasa

de inflación subyacente del 10 al 4 por ciento supuso una pérdida global de más de 1 billón de dólares para la producción. Terminar el proceso de reducción de los precios exigiría otra recesión que le costaría a la economía centenares de miles de millones más, a parte de lo que representaría en términos de pérdidas de puestos de trabajo. ¿Y para qué? En la medida en que el análisis económico nos diga algo, una inflación sostenida del 4 ó el 5 por ciento apenas produce daño alguno. Podríamos vivir perfectamente con ella por un período indefinido.

Lo difícil es mantenerla a un ritmo estable, sin que se escape de nuestro control. Pero esto es muy distinto que eliminar del todo los aumentos de los precios. Por esto no puede extrañar que los norteamericanos se tomen tan poco en serio el objetivo inflación cero.

En un segundo artículo de la misma serie, publicado asimismo en "The Washington Post"- "Herald" (28/3), el profesor Paul Krugman, bajo el título "Política económica de Estados Unidos: será difícil rectificar", escribe lo que sigue.

Al igual que el déficit exterior y que la inflación, los conflictos comerciales son menos dañinos de lo que se suele pensar. Los proteccionistas pretenden que la competencia extranjera constituye una amenaza seria para la economía de Estados Unidos. Los defensores del libre cambio, por el contrario, sostienen que lo que es un peligro es el proteccionismo. Ni unos ni otros están en lo cierto.

Si bien los Estados Unidos tienen buenos argumentos contra las prácticas comerciales de otros países y se hallan ante su problema delicado en sus negociaciones con un país cerrado como Japón, la competencia extranjera es sólo un factor menor en los pobres resultados obtenidos por la economía norteamericana. Todas las prácticas comerciales restrictivas de todos los otros

países reducen el producto nacional de Estados Unidos en sólo una fracción del 1 por ciento.

Por otra parte, el "proteccionismo" es menos peligroso de lo que se pretende hacer ver. No tiene sentido alguno pensar que fué el proteccionismo el causante de la Depresión y que hoy puede conducirnos a un colapso similar. Incluso un conflicto comercial severo tendría consecuencias modestas. Una guerra arancelaria que redujera el comercio mundial a la mitad no haría más daño que una recesión moderada.

Esto no debe interpretarse como una aceptación de las guerras comerciales, las cuales, sin duda, siempre se traducen en pérdidas. Lo que se quiere decir es que el coste de las mismas es mucho menor de lo que algunos pretenden.

A mediados de los años 60 los Estados Unidos desencadenaron una costosa Guerra contra la Pobreza con el fin de ayudar a los pobres a ingresar en las filas de la clase media. En general, tal esfuerzo fué calificado como un fracaso, razón por la cual el país se planteó otros objetivos. Mientras tanto, la pobreza absoluta se ha incrementado. Según una estimación, de 1979 a 1987 el número de familias que viven en una situación de pobreza aumentó en un 15%. Hoy, pocos son los que creen que el gobierno puede hacer algo realmente positivo para ayudar a los pobres a ser más productivos. Todo lo que parece ser capaz de hacer aquel es darles más dinero, bien directamente bien a través del sistema fiscal.

Puede que en los años próximos se consagren recursos para unas víctimas tan caracterizadas de la pobreza como son lo que carecen de vivienda. Ahora bien, en una época de restricciones presupuestarias y de niveles de vida más bien estáticos para el norteamericano medio, parece fuera de lugar pensar en cualquier iniciativa importante encaminada a ayudar a los pobres a rehacer sus vidas, en especial si se piensa que son muy pocos los que creen que los posibles esfuerzos sirvieran para algo.

Cualquier aplazamiento podría fácilmente conducir a

consecuencias desagradables. El rescate o salvamento de las entidades de ahorro y préstamo proporciona un ejemplo clásico. Un desastre financiero similar podría resultar de la negligencia de no actuar oportunamente ante el problema de la deuda del Tercer Mundo, una carga que podría reducirse hoy a la mitad a un coste para el contribuyente de no más, tal vez, de 10 m.m. de dólares, pero que puede costar mucho más si el asunto no se trata como se debe y en el momento oportuno.

Pero ni siquiera la locura de las entidades de ahorro y préstamo ha alterado la percepción generalizada de que la economía de Estados Unidos funciona adecuadamente. Lo mismo resultará probablemente cierto de otras facturas innecesarias que Norteamérica tendrá que pagar.

¿A dónde, pues, nos llevarán los años 90? En esta época de juicios y de predicciones, no siempre positivos, puede ser de interés hacer observar que podríamos encontrarnos ante noticias favorables. Todo lo que se podría necesitar es un poco de suerte: una aceleración del crecimiento de la productividad a un nivel próximo al de los años 50 y 60.

La historia de la productividad en este siglo sugiere que una vuelta en los años 90 a una tasa más elevada -del 2'5 ó del 3 por ciento anual- es perfectamente posible. Si esto fuera así, muchos problemas económicos -niveles de vida estancados para el norteamericano medio, miseria para los de abajo, el déficit fiscal, una débil tasa de ahorro, tensiones comerciales- se reducirían o desaparecerían del todo.

Pero tampoco podemos descartar completamente la posibilidad de que el juicio final resulte calamitoso. Uno puede imaginarse perfectamente un déficit comercial en permanente deterioro, así como una intensificación del nacionalismo económico, de lo que resultara un clamor en contra de la inversión extranjera. El temor de políticas confiscatorias por parte de Estados Unidos podría en tal caso desembocar en una salida generalizada de capitales y dar lugar a un aterrizaje duro de estilo iberoamericano. El sentir general estima que esto no va a ocurrir, pero la verdad es que

no lo sabemos.

La política económica podría continuar más o menos por la misma senda actual durante muchos años sin que se produjera una crisis. La economía norteamericana es tan enorme, y los pecados de la misma tan comparativamente veniales, que los norteamericanos pueden permitirse el lujo de ser irresponsables durante mucho tiempo. A la vista de lo que ha estado ocurriendo durante bastantes años ya, se puede pensar que lo más probable es que ocurra lo que se acaba de decir, esto es, que persista la irresponsabilidad.

En tal caso, la economía global en el año 2000 presentaría un aspecto bien diferente del de hoy. Los extranjeros serían propietarios de una buena parte de Norteamérica y la influencia internacional de Estados Unidos continuaría decreciendo. Una Europa más integrada tendría un PNB superior al nuestro, y Japón, con una población mucho menor, podría disponer de un producto nacional bruto igual al 80 por ciento del de Estados Unidos. Tanto Europa como Japón exportarían más que Norteamérica e invertirían más en el extranjero.

En este contexto, los Estados Unidos descenderían al tercer puesto entre las potencias económicas. Pero la economía interna, en cambio, variaría relativamente poco. Por razones de diversa índole es probable que la renta familiar media fuera algo superior que en los años 80, que las clases inferiores mejoraran un poco más, que la tasa de desempleo bajara en alguna medida y que la inflación subiera ligeramente. Los resultados alcanzados, así, se situarían en unos niveles que habrían sido juzgados como desastrosos en el pasado. Pero en la medida en que no tuviéramos que enfrentarnos con una severa recesión o con una inflación de dos dígitos, el público continuaría pensando que la política económica había sido un "éxito".

Las posibles dificultades de financiación
de los déficits norteamericanos
("The Economist")

Todas las miradas se dirigen al enfermizo yen. Pero cuidado, Washington. Tanto Norteamérica como el dólar tienen un futuro incierto en la medida en que se va agotando el exceso de ahorro de los dos grandes acreedores mundiales.

Cuando los representantes japoneses acudieron a la reunión de los 7-G, recientemente, en París, su esperanza era que los colegas se prestarían a sacarles de su apurada situación de la misma forma que Japón había hecho con Estados Unidos en el acuerdo del Louvre de 1987, cuando los japoneses se unieron al esfuerzo colectivo dirigido a apuntalar al dólar. Pero esta vez los Siete Grandes decidieron no hacer nada, es decir, ni se ofrecieron para intervenir en los mercados cambiarios ni se prestaron a reducir sus propios tipos de interés. El mensaje para Japón, pues, fué que mientras sus dificultades no se propaguen a los otros países el problema es suyo, y sólo suyo.

La Reserva Federal y el Bundesbank, en efecto, están demasiado preocupados por las amenazas inflacionistas en sus propias economías para pensar en una posible reducción de sus respectivos tipos de interés. Por consiguiente, si el yen continúa bajando, el Banco de Japón deberá subir su tipo de descuento, incluso en el caso de que esto provoque una nueva caída de la bolsa.

Los dirigentes japoneses pueden sentirse dolidos de que Estados Unidos no muestre una actitud de mayor colaboración, y recuerdan cómo ellos bajaron sus tipos de interés, facilitando las cosas a Norteamérica, después del acuerdo del Louvre. Por cierto que esta es una de las razones que explican los actuales problemas de Japón, pues la subsiguiente expansión monetaria en este país produjo la explosión de los precios de las acciones y del suelo (con lo que bajaron los rendimientos), cosa que, a su

vez, estimuló a los inversores japoneses a buscar mayores beneficios en otros países. Las enormes salidas de capitales en forma de colocaciones a largo plazo debilitaron al yen, y en estas estamos. Pero esto es sólo una parte de la historia. Japón, en efecto, ha actuado demasiado lentamente en la contracción de su política monetaria, razón por la cual debe asumir sus responsabilidades.

Con todo, la opinión más generalizada, últimamente, es que si bien el yen continuará bajo presión a corto plazo, los mayores tipos de interés reducirán más tarde las amenazas inflacionistas y frenarán las salidas de capital, una parte del cual regresará al país. Por otra parte, la balanza corriente saldrá beneficiada de la debilidad de la moneda, que se traducirá en un aumento de la exportación.

Algunos economistas, sin embargo -y tal es el caso del equipo de Goldman Sachs en Londres- sostienen que el yen se encuentra todavía sobrevalorado en términos de paridad del poder de compra (es decir, que una cesta de productos similares cuesta más en Japón que en Estados Unidos). De las monedas que tal equipo de economistas observa con mayor atención, el yen es una de las más sobrevaloradas (en un 13%) en relación con el PPP ("purchasing power parity"). Dichos economistas estiman que, de acuerdo con la paridad del poder de compra, un dólar debería valer 209 yens, nada menos. Si esta estimación fuera correcta, el crecimiento de la exportación japonesa sería reducido, y el superávit corriente tendería a disminuir aún más. Ahora bien, aunque este excedente se redujera, otros datos básicos a largo plazo -tales como un mayor crecimiento, una inflación menor y unos mayores tipos de interés reales- favorecerían al yen.

La ayuda prestada por Japón a Estados Unidos en 1987 no sólo es una de las causas de los actuales problemas de aquel país sino que permitió que el gobierno norteamericano continuara endeudándose tan pródigamente como lo ha estado haciendo. Si los 7-G no hubieran acudido entonces en defensa del dólar, los dirigentes norteamericanos se habrían visto

probablemente obligados a realizar un duro esfuerzo por reducir el déficit presupuestario con el fin de prevenir una grave caída del dólar.

Algunos economistas sostienen que los Estados Unidos sólo eliminará el déficit fiscal si se ve ante una crisis grave de su moneda. Puede que no se tenga que esperar mucho para que esto ocurra. David Hale, jefe de los economistas de Kemper Financial Services, señala que en los próximos e inmediatos años Norteamérica podría encontrarse aprisionada entre una Europa necesitada de grandes capitales y un Japón más dispendioso.

Si el superávit corriente de Japón continúa reduciéndose y las salidas netas de inversiones a largo plazo disminuyen, sus exportaciones de capital a Norteamérica podrían empezar a secarse.

Paralelamente, las exportaciones de capital de Alemania, el segundo país acreedor mundial, es probable que bajen. La principal razón de que los rendimientos de los bonos hayan subido en la Alemania Federal no es el miedo a la inflación -que sin duda se ha exagerado- sino las grandes demandas de inversión prevista en Alemania oriental, así como el aumento de las necesidades de recursos del gobierno de Bonn para pagar pensiones, subsidios de paro y gastos en vías de comunicación y otras infraestructuras. Todo esto absorberá una buena parte del ahorro de Alemania Federal, por lo que a lo largo de los próximos años el excedente corriente de este país (la diferencia entre el ahorro y la inversión internos) podría reducirse apreciablemente.

En los años 90, los dos mayores países acreedores del mundo no sólo dispondrán de menos ahorro disponible sino que pueden preferir emplearlo en las nuevas oportunidades de inversión en el Este europeo. Por lo tanto, con una mayor competencia para conseguir recursos, Norteamérica encontrará más difícil y más costoso obtener los fondos que precise. La crisis del dólar, tanto tiempo pronosticada, podría pues producirse aún si los Estados Unidos continúan resistiéndose a

incrementar los impuestos y a eliminar el déficit presupuestario.

Pero no esperen que el presidente Bush ceda fácilmente. En los años 80, Norteamérica atribuyó en parte su déficit corriente a la política fiscal contractiva de la Alemania Federal y se negó a subir sus propios impuestos. No se sorprendan, pues, si en la cumbre económica que se ha de celebrar en Houston el próximo mes de Agosto el presidente Bush pide que los otros países incrementen su ahorro y da lecciones a Kohl sobre la prodigalidad de su gobierno, al tiempo que le aconseja que incremente los impuestos. Pero esta vez nadie le creerá.

Las relaciones USA-Japón: temores y fantasías

El artículo que se transcribe a continuación, de Robert J. Samuelson, apareció publicado en "Newsweek" de fecha 2 de Abril.

Estamos en 1995. El enorme déficit norteamericano con Japón, que había sido de 49 m.m. de dólares en 1989, ha desaparecido prácticamente del todo. Como consecuencia de ello, las relaciones entre Estados Unidos y Japón son ahora apacibles y cordiales. ¿Es esto así? No, de ninguna manera.

La verdad es que aquella predicción es muy rebuscada (aunque podría realizarse), pero no lo es el argumento de fondo. Nuestro problema comercial con Japón -de nuevo en el primer plano- no acaba nunca precisamente porque el déficit comercial no es lo realmente importante. Como máximo, lo que hace el déficit es simbolizar unas preocupaciones y unas discordancias presentes en ambos lados del Pacífico. Las tensiones reflejan tanto emociones como unos determinados datos económicos, y esta es la razón por la que resulten difíciles de eliminar a través de unas negociaciones.

¿Se preocuparían los norteamericanos si todas las exportaciones japonesas fueran, por ejemplo, juguetes? No, desde luego. Lo que nos corroe es el espectro de un Japón que sucesivamente va dominando, una tras otra, las distintas industrias de alta tecnología. Lo que, a su vez, irrita a los japoneses es que los americanos no cesen de insistir en que deben producirse cambios. Japón incrementa su ayuda exterior y sus importaciones, y nada. Las críticas y las reclamaciones continúan y continúan. Acaben con esa agricultura ineficaz. Cierren de una vez todos esos pequeños comercios familiares. Los norteamericanos quieren que surja un nuevo Japón hecho a su imagen y semejanza.

Ni siquiera la diplomacia más hábil o un decisivo cambio de las corrientes comerciales serían suficientes para poner fin

a estos agravios subyacentes. Los norteamericanos no pueden detener el progreso tecnológico de Japón. Los japoneses, por su parte, no pueden aislarse de las presiones exteriores. Estas proceden tanto de los propios japoneses que viajan al extranjero (9'6 millones en 1989) -y que ven cómo las cosas son frecuentemente mejores fuera- como de los interlocutores comerciales de Japón. En 1988, el turista japonés medio regresó del extranjero con productos de otros países por valor de 2.200 dólares.

Lo que norteamericanos y japoneses tienen en común son imágenes falsas y erróneas. La de Estados Unidos es que la competencia de Japón, en comercio y en inversiones, amenaza nuestro bienestar. Y es verdad que algunas empresas norteamericanas han sido víctimas de tal competencia, pero su desaparición, o el cambio de propietario, no significa que una mayoría de norteamericanos esté peor por ello. Tampoco es cierto que son sólo los compradores norteamericanos de productos japoneses los que salen beneficiados.

"Como propietario de dos nuevos coches Chrysler... he sido muy feliz hasta ahora", escribe James Fallows, un conocido crítico de Japón, en "The Atlantic" de Marzo. Exactamente. Sus Chryslers están mejor fabricados porque la casa Chrysler tuvo que hacer frente a la competencia japonesa. Lo mismo ocurre con muchas otras industrias: siderurgia, máquinas herramientas, copadoras, semiconductores. Al hacer que nuestras empresas sean más eficaces y más imaginativas, los japoneses mejoran nuestro nivel de vida. En los años 80, la productividad de las plantas de Estados Unidos (producción por hora) subió en un 38 por ciento. Esta es la mayor progresión, para una década, desde la Segunda Guerra Mundial.

La falsa imagen de Japón es que todas las críticas procedentes del extranjero no se deben más que al sentimiento de que "las uvas están verdes": los norteamericanos no triunfan en Japón porque no hacen lo necesario. Y si bien esto ha sido cierto alguna vez, en realidad oculta la verdad profunda. Los japoneses nunca han querido que los norteamericanos (o

cualquier extranjero) intentaran de verdad introducirse en su país. No es casualidad que la presencia extranjera sea tan débil en Japón. Piénsese, si no, en lo siguiente:

- La importación japonesa de artículos manufacturados es de alrededor del 3 por ciento del PNB. La misma ratio es del 7 por ciento para Estados Unidos, del 14 por ciento en la Alemania Federal y del 21 por ciento en Corea del Sur.

- La inversión directa extranjera en Japón equivale al 1 por ciento de los activos empresariales. En Estados Unidos dicha cifra es del 9 por ciento, del 14 por ciento en Gran Bretaña y del 17 por ciento en la Alemania Federal.

Los japoneses se contemplan a si mismos como un país que tiene "una cultura distinta de las demás, y que ésta es de difícil o imposible comprensión para los no japoneses", como escribe el economista Edward Lincoln en un libro de reciente aparición ("Japan's Unequal Trade"-The Brookings Institucion). Esta visión racionaliza las políticas y las actitudes proteccionistas. Algunos de los mecanismos obstruccionistas han sido realmente extraordinarios. Así, por ejemplo, en 1960, Texas Instruments solicitó una patente en Japón para el circuito integrado básico, coinventado por Jack Kilby, de dicha firma. La patente no fué reconocida hasta 1989, con lo que la industria japonesa tuvo una gran libertad para desarrollar su poderío en este campo.

Lo que de verdad irrita a los norteamericanos es la actitud japonesa que consiste en esperar obtener autorización para operar libremente en otros países al mismo tiempo su propio mercado permanece encerrado en una maraña de restricciones administrativas o culturales. La uniformidad de trato se convierte así en un imperativo político. Si los extranjeros se ven excluidos del comercio con Japón o de la inversión en este país, los mecanismos que se utilicen para hacer que esto sea así carecen de importancia. En tal caso se producirán exigencias de reciprocidad que a la larga resultarán irresistibles.

Pero también es verdad que apenas se valoran como es

debido los cambios que, pese a todo, Japón va introduciendo en su sistema. Desde 1984, las importaciones de Japón han subido en un 54 por ciento, lo que no ha servido para desactivar la actitud recelosa de Estados Unidos. Muchos norteamericanos, en efecto, parecen creer realmente que llegará un día en que los japoneses impondrán su ley a Estados Unidos, después de haber arruinado a la mitad de nuestras compañías y de haber comprado la otra mitad. Por favor, señores. Todas las empresas de propiedad extranjera (y no sólo japonesas) juntas emplean sólo alrededor del 4% de la mano de obra norteamericana. Tales fantasías, por lo exageradas, subvaloran nuestros recursos al tiempo que sobreestiman los de los japoneses. En 1989, los Estados Unidos recuperaron su posición de primer exportador del mundo, seguidos de Alemania Federal y del mismo Japón. Por otra parte, el mensaje de la reciente caída de la bolsa de Tokio es que la máquina económica de Japón no es tan terrible ni tan automática como los norteamericanos parecen imaginar.

El peligro, hoy, es político. Ambos países ven que su orgullo nacional y su dignidad están en juego en medio de la confrontación presente. Los ataques contra Japón en Estados Unidos dan lugar a un aumento de los ataques contra Estados Unidos en Japón. Este es el lógico, aunque destructivo, resultado de la tendencia tradicional de Japón a variar su política sólo después de recibir presiones del exterior ("gaiatsu").

La verdad es que Japón y Estados Unidos han sido muy útiles el uno para el otro. Pero esta verdad puede no ser suficiente si las crecientes emociones en ambos lados del Pacífico llegan a ser incontrolables.

El nuevo tratado USA-Japón

("The New York Times"- "Herald Tribune", edit.)

El nuevo acuerdo comercial entre Japón y los Estados Unidos es prometedor. Japón se compromete a reducir sus barreras que dificultan las importaciones y la inversión extranjera. Norteamérica asegura que será más competitiva. Ni una cosa ni otra se alcanzará de la noche a la mañana, y algunos puntos del acuerdo no se cumplirán jamás. Pero el hecho mismo de que se haya llegado a un compromiso global puede contribuir a calmar los ánimos por ambas partes.

El acuerdo es un "informe provisional" ("interim report") sobre las largas conversaciones que se han venido celebrando a propósito de las viejas prácticas que obstaculizan el comercio entre los dos países, tales como la ley japonesa que limita el establecimiento de grandes almacenes o la ley norteamericana que no permite que los japoneses compren crudo de Alaska.

Se espera para el próximo mes de Julio el informe final de todo el proceso negociador. Lo que en definitiva vaya a resultar de todo ello se verá a continuación. El desarrollo del acuerdo exigirá la aprobación de normas políticamente polémicas en uno y otro país. Y, lo que será más difícil de conseguir, se necesitará un cambio de actitudes por parte de burócratas y de empresarios de ambos lados del Pacífico.

Los compromisos de Japón son substancialmente mayores que cuantos haya podido adquirir en el pasado. Los acuerdos anteriores se referían a productos específicos o a prácticas comerciales muy concretas. Algunas partes del nuevo acuerdo también están relacionadas directamente con cuestiones comerciales. Tal es el caso, por ejemplo, de la simplificación de los trámites de los despachos aduaneros para las importaciones que llegan a Japón. Pero el marco del acuerdo es más amplio, y afecta a materias tales como la legislación antimonopolio de este país, el sistema de formación de los

precios, la apertura de nuevos grandes almacenes, los impuestos que han de contener los costes del suelo, o los mayores gastos que este país ha de realizar en obras públicas. Se supone que todo esto ha de estimular el consumo japonés y, en consecuencia, la importación.

Los Estados Unidos, por su parte, se ha comprometido a poco más de lo que ya prevé la actual Administración: mejor educación, incremento del ahorro privado, reducción de los costes del capital y la eliminación de los recelos por la entrada de inversores extranjeros.

¿Cómo se cumplirá todo ello? El primer ministro japonés ha reconocido ya que algunos grupos de población encontrarán difícil aceptar algunas de las propuestas del acuerdo, pero también señala que los consumidores japoneses, en general, resultarían beneficiados, v.g., con la mayor variedad de productos ofrecidos por los grandes almacenes, o con los menores precios del suelo y, por lo tanto, de las viviendas. Lo que no se sabe es hasta qué punto el primer ministro conseguirá sacar adelante en la Dieta la legislación necesaria para desarrollar lo convenido. Tampoco se sabe, por otra parte, cómo reaccionará el Congreso norteamericano ante las propuestas que se le sometan, derivadas del tratado. Algunas de estas, sin duda, encontrarán una gran resistencia o serán rechazadas.

¿En qué medida contribuirá todo ello a la reducción del déficit comercial de Estados Unidos con Japón? Es imposible decirlo. El tratado puede resultar positivo en tal sentido, pero no enseguida. Lo importante es que la economía de Japón se abrirá más a la competencia extranjera, cualquiera que esta sea.

Como dicen en Tokio, "Kutubare PNB"

El artículo que sigue, de Herbert Stein,(1) apareció en "The Wall Street Journal" del día 18 de Abril.

He sabido hace poco que el norteamericano medio pasa siete horas diarias viendo la televisión. Haciendo uso de la parte que me corresponde, estaba el otro día manipulando mi control remoto cuando aparecieron en la pantalla las imágenes de una sesión del Comité Económico Conjunto del Congreso. Su presidente, Lee Hamilton, estaba interrogando a Richard Darman, Director del Presupuesto ("Office of Management and Budget"). Hamilton le preguntaba a Darman cual era su opinión sobre los diferentes ingredientes de la propuesta de Dan Rostenkowsky para equilibrar el presupuesto. A medida que Hamilton leía cada una de las sugerencias sobre incrementos impositivos Darman las rechazaba diciendo que "no eran buenas para el desarrollo".

Como no conviene abusar de esos espectáculos, apreté de nuevo el botón y me encontré con Michael Boskin, presidente del Consejo de Asesores Económicos, explicando al Comité de Finanzas del Senado que la razón que aconsejaba la reducción del impuesto sobre las ganancias del capital era que "iba a promover el desarrollo".

Cambié otra vez de canal, y allí estaba John Sununu, jefe de los servicios de la Casa Blanca, diciéndole a Judy Woodruff que la razón por la que algunas personas desean un programa de defensa del medio ambiente más enérgico es porque tales personas "se oponen al desarrollo".

Así, pues, me propuse averiguar que es lo que ha convertido el "desarrollo" en la prueba del ácido por la que se juzga todo tipo de decisiones. Pronto encontré la solución. Es-

(1) Antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Nixon (1972-74), Herbert Stein es en la actualidad miembro de la junta de gobierno del American Enterprise Institute.

ta se halla en el libro santo que es el Informe Económico del Presidente, el cual en su primera página, dice los siguiente:

"El objetivo económico primordial de mi Administración es conseguir la mayor tasa de desarrollo posible. El desarrollo es la clave para el crecimiento del nivel de vida, para dejar un legado de prosperidad a nuestros hijos, para sacar de la miseria a los más necesitados y para mantener el liderazgo de Estados Unidos en el mundo".

Todo esto es fuerte. "Desarrollo" no es sólo "un" objetivo, o un objetivo "importante". Es el objetivo primordial. Y el objetivo no es sólo una elevada tasa de desarrollo: es "la mayor tasa de desarrollo posible". Además, "desarrollo" no es solamente "un" medio para conseguir una serie de cosas buenas. Es "el" medio.

Ahora bien, ¿qué significa, de verdad, el párrafo del Presidente? Porque yo quiero creer que dicho párrafo quiere decir algo. Si la política económica puede tener consecuencias distintas del desarrollo económico, y si alguna de esas otras consecuencias pueden ser buenas, ¿qué quiere decir que la mayor tasa de desarrollo posible es el objetivo "primordial"? Más concretamente: ¿significa que si la política económica "A" produce más desarrollo y menos otras cosas buenas que la política económica "B" debe elegirse siempre la política económica "A"?

Esta sería, obviamente, una posición absurda. Tomada literalmente significaría que debe elegirse la adición de la más pequeña parte de desarrollo a costa de una parte substancial de cualquier otra cosa buena. Por supuesto, no es esto lo que la Administración quiere decir. A continuación del párrafo citado, el Presidente enumera las medidas de política económica que propone para conseguir su objetivo. La primera es "reducir el endeudamiento del gobierno mediante la disminución del crecimiento del gasto federal, al tiempo que el desarrollo económico aumentará los ingresos hasta conseguir el equilibrio presupuestario, lo que conducirá a la reducción de la deuda

nacional".

Pero si ese es el camino hacia un desarrollo mayor no lo es hacia el mayor desarrollo posible. Este exigiría no sólo la disminución del crecimiento del gasto federal sino también una severa reducción de lo gastado en Seguridad Social, Medicare, subvenciones a la agricultura, defensa y otras muchas cosas, con el fin de eliminar más rápidamente el déficit y de conseguir un mayor superávit fiscal. Supongo que no es esto lo que propone la Administración ya que no está dispuesta a sacrificar algunos otros objetivos en aras del desarrollo. Ahora bien, esto equivale a decir que no tiene sentido hablar de que este es el objetivo "primordial".

Lo más importante es saber si la consagración de determinados recursos al incremento del desarrollo económico es una manera más eficaz de conseguir otros objetivos -como la seguridad nacional o la reducción de la pobreza- que la que tratara de dedicar directamente los mismos recursos a los expresados fines. La respuesta dependerá, sin duda, de los objetivos de que se trate o de los recursos que se consideren. Estoy convencido de que, en el caso de la defensa, el mayor gasto en esta fué más positivo para la seguridad nacional de lo que hubieran sido la utilización de la misma cantidad de dinero en la reducción del déficit o la disminución de impuestos. Creo además que esto es también así si se trata de reducir la pobreza o de ejercer el liderazgo internacional.

<...>

En definitiva, supongo que cualquiera que lea entre mis líneas ve que no comparto el punto de vista de la Administración cuando califica de altamente prioritario el objetivo de un rápido desarrollo. Y esto por dos razones.

Primero, porque contemplando el panorama norteamericano no puedo creer que el rápido crecimiento del producto nacional bruto de nuestro país y el aumento del consumo del americano medio -que es a donde se dirige la mayor parte del PNB-

constituyan un objetivo de relieve.

Entre 1970 y 1988, el PNB real se incrementó en dos terceras partes, y el consumo per cápita real subió el 45%. Ahora bien, la proporción de la población pobre, según datos oficiales, no bajó. Los integrantes de las clases menos favorecidas y los que carecen de vivienda son, si no más numerosos, sí más inquietantes para nuestras conciencias. La calidad de la enseñanza constituye una gran preocupación. Lo mismo ocurre con las drogas y con la delincuencia.

Segundo, si una mayoría de norteamericanos cree que la mejora de sus niveles de vida y de los de sus hijos es un objetivo altamente prioritario, tienen en sus manos los medios con los que alcanzarlo sin implicar en ello al gobierno. Pueden trabajar más, pueden ahorrar más y pueden hacer que sus hijos estudien más.

No soy de los que creen que el gobierno no debería representar papel alguno en materia de desarrollo. Ahora bien, son los objetivos que los individuos no pueden conseguir por si mismos los que deberían ocupar en mayor medida la atención de la Administración. Estos incluyen la defensa nacional, la estabilidad política internacional, las mejoras de la infraestructura y la apertura de oportunidades para que los más pobres salgan del círculo de la pobreza.

En mi opinión, los Estados Unidos son demasiado ricos para seguir midiéndolo su vida en miles de millones del PNB. Para provecho de los pocos lectores que no han aprendido el nuevo lenguaje de las finanzas, el título de este artículo es un slogan que fué popular en Japón en los años 70. Significa "¡al infierno el PNB!".

**Entre la ira y el temor reverencial, o la invasión
de Europa por los japoneses**

(Scott Sullivan, en "Newsweek")

De repente, en Diciembre último, la prensa europea despertó ante el peligro amarillo. "Le Nouvel Observateur", una respetada revista económica francesa, publicó un artículo editorial titulado así: "Los japoneses son unos asesinos: cómo han organizado, pacientemente y sin piedad, el cerco y la asfixia de las economías francesa y europea". El semanario alemán "Der Spiegel", por su parte, publicaba una serie de tres artículos con este encabezamiento: "La guerra hace tiempo que dura: los éxitos, las estrategias, los objetivos y las víctimas de Japón, la máquina exportadora". Edith Cresson, la ministra francesa de Comercio Exterior, lo decía con estas palabras: "Los japoneses, lanzados a la destrucción de nuestra industria".

Los ataques contra Japón están de moda en Europa, especialmente en Francia y en Alemania. Pero tras ello hay una admiración irremediable por la agudeza y por el éxito de Japón. Incluso esta ola de comentarios hostiles incluía un tributo a la inteligencia, a la capacidad de trabajo y a la visión a largo plazo. Las actitudes de Europa ante la amenaza japonesa, por lo demás, varían sustancialmente según las regiones y según los grupos empresariales. En Gales y en Cataluña, donde la inversión japonesa ha supuesto la creación de miles de puestos de trabajo, la nipofilia es la regla y las críticas son la excepción. Los fabricantes de electrónica de consumo califican la invasión japonesa en términos apocalípticos. Las destilerías de whisky escocés o de coñac, en cambio, así como los fabricantes de artículos de viaje o de coches deportivos, ven en los japoneses unos clientes potenciales que se debe respetar.

Siempre desde finales de la década de los 70 los empresarios europeos se han quejado de las prácticas comerciales y de la agresividad de Japón SA. Pero ese sentimiento hostil se in-

crementó el año pasado cuando el empresariado y los medios de información se dieron cuenta del volumen de la inversión japonesa en los 12 países comunitarios. A lo largo de los tres últimos años, las inversiones japonesas en Europa, en efecto, se quintuplicaron, pasando de 2 a 10 m.m. de dólares. Seis grandes bancos japoneses están ahora registrados en la relativamente pequeña bolsa de París. La compañía de fibras textiles Toray compró la tejeduría de Samuel Courtauld el año pasado. Toyota fabrica coches en Hanover. Suzuki y Nissan tienen fábricas en España.

La lista no se acabaría nunca, y la verdad es que también resulta algo engañosa. En un esfuerzo por establecer una cabeza de puente en Europa antes de que la Comunidad complete el gran mercado interno en 1992, las empresas japonesas han estado gastando lo que los europeos consideran grandes sumas en inversiones en la CEE. Para unos japoneses que cuentan con unos enormes recursos, sin embargo, Europa es sólo una de varias áreas prometedoras. Sólo una cuarta parte de las inversiones de Japón en el extranjero se destina a Europa, si bien esto supone un aumento sobre lo que eran hace tres años, en que el porcentaje apenas alcanzaba el 17%. Además, los japoneses han tenido mucho cuidado en no enajenarse el favor de la opinión pública europea. No han llevado a cabo ni una sola OPA hostil en todo el año 1989. Empresarios y ejecutivos japoneses insisten en que quieren ser unos buenos ciudadanos europeos.

No obstante, olas de resentimiento han seguido acompañando a cada operación inversora realizada por Japón en Europa, con lo que se ha repetido, unos años más tarde, el fenómeno que se había producido con anterioridad en Norteamérica.

El último problema de Europa en relación con Japón es consecuencia de la propia construcción europea. Cuando, en 1993, esté constituido el mercado único, las industrias establecidas dentro de la Comunidad podrán vender en los 12 países miembros sin necesidad de pagar aranceles. Esto está bien. Pero como empresas japonesas de sectores tan decisivos y delicados como los seguros, el automóvil y los circuitos electrónicos se hallan ya

establecidas en países europeos, los eurócratas de Bruselas temen que una vez esté en marcha el mercado único los japoneses van a fabricar los elementos esenciales de sus máquinas y aparatos en su país para enviarlos luego a plantas de montaje en Irlanda o en España para el ensamblaje final.

Para hacer frente a este peligro la Comisión propone que cada producto que haya de venderse en la Comunidad como "fabricado en Europa" habrá de contener una determinada proporción de "contenido local". Los japoneses aceptan esta condición, pero países europeos tales como Francia, España, Portugal e Italia entienden que tales propuestas no van lo suficientemente lejos. Cada uno de los cuatro países citados limita unilateralmente el número de coches japoneses que pueden venderse y pretenden mantener su contingentación incluso después de 1992. Alemania, Gran Bretaña y el Benelux, en cambio, se inclinan por la abolición progresiva de los contingentes existentes. Así, pues, la Comunidad se encuentra en la desagradable situación de no contar con una política común para negociar con Japón en estas materias.

La confrontación entre el norte y el sur sobre cómo tratar a los japoneses puede convertirse en una mal crónico de las relaciones intraeuropeas. Mientras tanto, las quejas amargas (y las manifestaciones de secreta admiración) consecuencia de la penetración japonesa van a continuar. Pero los europeos, incluso algunos de los que más se quejan, saben que no podrán contener indefinidamente la presión comercial de Japón. Alain Gomez, presidente del gigante electrónico francés Thomson, se hizo notar el año pasado cuando llamó "mentirosos" a los japoneses. Pues bien, hace poco Thomson llegó a un acuerdo con Toshiba para fabricar conjuntamente aparatos de vídeo en Singapur. Daimler-Benz y Mitsubishi han anunciado un convenio de colaboración del que resultará un conglomerado automovilístico de escala mundial. Ya que no se puede vencer a los japoneses, los europeos, discretamente, han optado por aliarse con ellos.

Es hora de decir adiós al acuerdo del Louvre

El artículo que sigue, de Martin Feldstein (1), apareció publicado en "Financial Times" de 29 de Marzo.

Cuando los ministros de Hacienda de los Siete Grandes países industriales se encuentren en París, próximamente, recordarán sin duda la reunión del Louvre celebrada hace tres años, en la que se decidió una política de tipos de cambio estables para el dólar, el yen y el DM.

Si analizan la situación honestamente llegarán a la conclusión de que el acuerdo del Louvre ha sido un fracaso y que la política de los tipos estables es la responsable de muchos de los problemas con que hoy se enfrentan dichos países: persistentes desequilibrios de las balanzas comerciales, evolución insatisfactoria de los cambios y subida de los tipos de interés.

El acuerdo del Louvre, erróneamente, pretendió estabilizar los tipos de cambio a unos niveles que implicaban la permanencia de desequilibrios comerciales masivos. A tales tipos, el déficit comercial de Estados Unidos iba a seguir reduciéndose durante un año más, después del acuerdo, como respuesta retardada a la caída del dólar que se produjo en 1985 y 1986, pero la mejora debía interrumpirse enseguida.

El acuerdo del Louvre ha resultado contraproducente porque el objetivo de unos cambios nominalmente fijos es un error en un mundo con diferentes tasas de inflación. Tres razones, distintas pero interrelacionadas, lo explican. La más evidente es que la combinación de tipos de cambio nominales fijos y de tasas de inflación diferentes implica unos tipos reales cambiantes. Y son estos, más que los tipos nominales, los que

(1) El profesor Martin Feldstein, ex-presidente del Consejo de Asesores Económicos de Reagan, preside en la actualidad el National Bureau of Economic Research.

influyen en las importaciones y en las exportaciones. La fijación de unos tipos nominales da lugar a que los tipos reales varíen de una forma carente de toda racionalidad económica.

En la práctica, el nivel sobrevalorado establecido inicialmente para el dólar en 1987 se ha visto elevado aún más durante los pasados tres años al subir los precios de Estados Unidos en relación con los de Japón y de Alemania. El simple mantenimiento de los mismos tipos de cambio reales de las fechas del acuerdo hubiera exigido que el dólar bajara en un 3% anual frente al yen y frente al DM.

Si un tipo de cambio de alrededor de 130 yens por un dólar (el centro de la banda-objetivo, según se ha venido diciendo, aunque nunca de forma oficial) hubiera sido correcto a principios de 1987, el correspondiente tipo, hoy, debería ser 1 dólar = 120 yens. Por consiguiente, el tipo actual de más de 150 yens por un dólar significa que el yen estaría hoy subvaluado en un 25% incluso en el caso de que los niveles iniciales hubieran sido bien establecidos. Dado que el nivel inicial del dólar fué demasiado elevado, el grado de sobrevaloración del dólar en la actualidad es todavía mayor.

No puede sorprender que el enorme déficit comercial de Estados Unidos con el resto del mundo se redujera sólo en menos del 10% entre 1988 y 1989, y que las predicciones para 1990 sean aún más discretas. Por otra parte, el déficit comercial con Japón ha permanecido inalterado a alrededor de 50 m.m. de dólares desde 1988.

Pero incluso el objetivo de un tipo de cambio nominal estable estaba condenado al fracaso. La razón, una vez más, es la inadecuación de unos cambios fijos en un mundo de tasas de inflación desiguales. Cuando los mercados financieros funcionan como deben, una diferencia sostenida de las tasas de inflación implica una diferencia similar de los tipos de interés. Esta diferencia de los tipos de interés compensa a los inversores de la pérdida de poder de compra que resulta de la inflación y equilibra la depreciación nominal esperada de la moneda del país con una tasa de inflación más elevada.

Ahora bien, cuando los inversores creen que los tipos de cambio nominales permanecerán estables, las diferencias de los tipos de interés dan lugar a una subida de la moneda del país donde la inflación es mayor. Esta tendencia lleva al tipo de cambio real incluso más allá del nivel necesario para equilibrar el comercio. Esto es exactamente lo que ha estado ocurriendo en los dos últimos años.

Aunque la mayoría de los analistas y de los operadores del mercado creían que el dólar estaba sobrevalorado en el momento de la reunión del Louvre y que continuaría cayendo como lo había hecho durante los dos años precedentes, los Estados Unidos apoyaron la llamada del G-7 en favor de la estabilidad del dólar con una pronunciada subida de los tipos de interés en 1987, al tiempo que Japón y Alemania bajaban los suyos respectivos. Esto bastó para estabilizar el dólar hasta que el "crash" de la bolsa de Octubre de 1987 hizo que los Estados Unidos abandonaran el objetivo del tipo de cambio y dejaron que los tipos de interés bajaran.

Sin embargo, a principios de 1988, cuando se vió bastante claro que la caída de la bolsa no iba a provocar una recesión, la Reserva Federal empezó de nuevo a contraer la política monetaria, y tanto Norteamérica como el resto de los 7-G volvieron a propugnar la estabilidad de los tipos de cambio; y a pesar de que muchos inversores se mostraron escépticos en cuanto a la posibilidad de que esto pudiera conseguirse (salvo utilizando políticas severas que nadie parecía dispuesto a emplear), al final tales inversores acabaron creyendo que sí se iba a conseguir tal estabilización, y que esta podía ser duradera.

Un inversor que crea que los tipos de cambio permanecerán estables querrá, obviamente, comprar los bonos con el tipo de interés más elevado. A principios de 1988, un bono del Estado japonés a largo plazo rendía menos del 5 por ciento, mientras que un bono similar norteamericano ofrecía un interés del 9%. La demanda resultante de bonos en dólares incrementaba inevitablemente el valor nominal del dólar respecto al yen. Desde principios de 1988 el valor nominal del dólar ha subido

el 20% frente al yen y el 10% frente a la media de las monedas de los otros países industriales.

En resumen: la casi seguridad de que el dólar no se depreciará hace imposible detener la subida del dólar cuando la mayor tasa de inflación de Estados Unidos mantiene los tipos de interés de este país más altos que los tipos de interés de los otros países. En efecto, si bien la mayor tasa de inflación de Estados Unidos significa que el dólar debería bajar en términos nominales justo lo necesario para mantener su competitividad presente, el acuerdo de Louvre da lugar a que la situación evolucione en la dirección opuesta.

En verano de 1989 el dólar subió casi a los 2 DM y a los 160 yens. Los 7-G, en su reunión del otoño del mismo año, convinieron que el nivel del dólar era incompatible con los objetivos a largo plazo. Con todo, en vez de dejar públicamente claro que habían abandonado los compromisos del Louvre, el comunicado final reafirmaba su deseo de asegurar la estabilidad del dólar.

Aunque el comunicado era ambiguo, las intervenciones masivas en los mercados de cambios en las semanas que siguieron a la reunión no dejaron ninguna duda de que lo que se deseaba era que el dólar volviera a la banda convenida. Pero después de una breve fase de ajuste, las intervenciones cesaron y el énfasis se puso de nuevo en la estabilidad del dólar.

Una vez más, las presiones del mercado han conducido a la subida del dólar frente al yen. Si esta tónica persiste, el único resultado será un progresivo deterioro del desequilibrio comercial entre Estados Unidos y Japón.

La relación entre el dólar y el DM se ha visto, naturalmente, afectada poderosamente por los acontecimientos del Este europeo y la eventualidad de la unificación alemana. Las perspectivas de una pronunciada subida de las exportaciones alemanas al Este dió lugar a un fortalecimiento del DM y a una subida de los tipos de interés reales de Alemania. Más recientemente, las incertidumbres y los temores de inflación que acompañan a la unión monetaria de las dos Alemanias se han traducido en un ligero debilitamiento del DM y en una mayor

subida de los tipos de interés alemanes. En la actualidad, los tipos de interés de Estados Unidos y de Alemania se hallan, esencialmente, a la misma altura, lo que hace que los incentivos para comprar bonos de E.U. o, por el contrario, alemanes, sean los mismos. Pero si el período de transición presente deja los tipos de interés alemanes por debajo de los de Estados Unidos, la presión en favor de una apreciación del dólar volverá inmediatamente, y se mantendrá en tanto en cuanto los mercados financieros crean que los Estados Unidos y Alemania no permitirán que el dólar se deprecie frente al DM.

Hay un tercer efecto del acuerdo del Louvre. La casi seguridad de unos tipos de cambio estables lleva a los inversores de cartera internacionales a preferir bonos nominados en las monedas que ofrecen los más elevados tipos de interés nominales, independientemente de las diferencias de las tasas de inflación. Esto no sólo da lugar a una acumulación de distorsiones monetarias sino que empuja a los tipos de interés nominales de los diferentes países hacia el mismo nivel, sin tener en cuenta las tasas de inflación internas. Esto hace que los tipos de interés reales se eleven más en el país con una menor tasa de inflación, es decir, en aquel donde es menos necesaria una política monetaria restrictiva.

Dicha convergencia artificial de los tipos de interés nominales refleja tanto la presión del mercado como las acciones de las autoridades. Cuando los inversores privados venden bonos en yens y compran bonos en dólares, automáticamente elevan los tipos de interés del yen y reducen los de Estados Unidos.

En 1988, los tipos de interés a un año, para el yen, eran casi cinco puntos porcentuales inferiores a los correspondientes para el dólar. La diferencia es ahora sólo de un poco más de un punto. Los tipos de interés alemanes también han subido, elevándose de alrededor de cuatro puntos porcentuales por debajo de los del dólar a un poco por encima de los de este. El rápido aumento de los tipos japoneses en los últimos meses ha sido sin duda una de las causas de las masivas ventas que se han producido en la bolsa de Tokio.

Además de todo lo dicho sobre la incongruencia de unos tipos de cambio fijos en un mundo con diferentes tasas de inflación, hay todavía una razón más fundamental para rechazar el acuerdo del Louvre sobre los cambios fijos. Las condiciones económicas varían a lo largo del tiempo de forma que exigen cambios en los tipos de cambio. Por ejemplo, si los precios del petróleo suben, los países más dependientes de las importaciones de este producto deben procurar que sus monedas bajen para así poder compensar la citada circunstancia con alteraciones de otras partidas de su exportación o de su importación. Si los tipos de cambio nominales no pueden alterarse en respuesta a tales variaciones en los costes potenciales de la importación y en los costes y condicionamientos de la exportación, las economías internas deberán sufrir una inflación innecesaria o una reducción de la actividad económica.

Cuando los ministros de Hacienda se reúnan los próximos días en París, deberían, con toda la corrección que se quiera, decir adiós, definitivamente, al acuerdo del Louvre. Su comunicado, además, debería reiterar lo que ya dijeron en Septiembre, esto es, que el dólar está demasiado alto para ser compatible con una evolución satisfactoria de la economía a largo plazo. También deberían expresar su deseo de que los tipos de cambio, en el futuro, se ajusten gradualmente de forma que reflejen las variaciones que se produzcan en los costes de producción nacionales, así como en los otros factores fundamentales que influyen en las importaciones y en las exportaciones. Para terminar, podrían asimismo manifestar su determinación de evitar las alteraciones bruscas de las políticas monetaria y fiscal en sus respectivos países, las cuales han provocado una volatilidad innecesaria de los tipos de cambio en los años 70 y 80.

La reunión de los 7-G: comunicado final y comentarios
(*"Financial Times"*)

"Los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Italia y Japón se han reunido en París el 7 de Abril de 1990 para intercambiar puntos de vista sobre la situación económica general.

Los ministros y los gobernadores han dado cuenta de sus políticas económicas respectivas y han valorado las perspectivas, apreciando que la expansión se ha reducido en algunos países desde la anterior reunión, situándose en unos niveles más sostenibles.

Sin embargo, las perspectivas continúan siendo globalmente buenas, con unas inversiones fuertes que proporcionan un estímulo importante a las diferentes economías. La inflación en ellas continúa bajo control y los desequilibrios exteriores se han reducido, aunque de una manera irregular según los países.

Los ministros y los gobernadores han expresado la necesidad de proseguir la estrecha colaboración entre ellos en materia de política macroeconómica y estructural, con el fin de conseguir un crecimiento sostenido, una baja inflación y una mayor estabilidad de los tipos de cambio.

A este respecto los ministros y los gobernadores se han mostrado también de acuerdo en que las presentes tasas de inflación exigen una continua vigilancia. Asimismo han estado de acuerdo en considerar que los países con déficits fiscales y corrientes deberían reducir sus déficits presupuestarios e incrementar el ahorro privado.

También mostraron su acuerdo en que los países con excedentes exteriores deberían, al mismo tiempo, seguir contribuyendo en el reajuste internacional promoviendo un crecimiento no inflacionista de la demanda interna a través de unas adecuadas políticas macroeconómica y estructural. También

mostraron su conformidad en que el ahorro debería ser promovido en todos los países a través de la utilización de las políticas estructurales apropiadas.

Los ministros y los gobernadores analizaron los acontecimientos que se han estado manifestando en los mercados financieros internacionales, en especial por lo que se refiere al descenso del yen frente a otras monedas y a sus efectos negativos para el proceso de ajuste global, decidiendo vigilar atentamente la situación. Los ministros y gobernadores han ratificado sus compromisos en cuanto a la coordinación de las políticas económicas, incluida la cooperación en los mercados cambiarios.

Los ministros y los gobernadores celebraron el proceso de reforma de los países del Este de Europa, dirigido al establecimiento de sistemas de economías de mercado. Tal proceso, a juicio de los reunidos, es el más profundo de los que se han producido en muchas décadas.

Los ministros y los gobernadores han expresado su disposición a contribuir en el éxito del proceso en curso, y esto a través de la ayuda bilateral y multilateral, apoyando las oportunas reformas susceptibles de llevar a la eliminación de los obstáculos que impiden los movimientos de capital, así como proporcionando la información y el asesoramiento que aquellos países puedan necesitar.

Los ministros y los gobernadores analizaron y valoraron los posibles efectos de dichas reformas.

Los reunidos observaron que la unión económica y monetaria de Alemania puede resultar positiva para el desarrollo global y para la reducción de los desequilibrios exteriores en Europa".

La opinión de C. Fred Bergsten, director del Institute for International Economics, de Washington.

(Entrevista con Lawrence Malkin, del "Herald Tribune")

P. El Grupo de los Siete no ha anunciado nada que suponga correr en ayuda del yen japonés. ¿Era esto necesario? ¿Qué

falta hace acudir en defensa del yen?

R. Creo que la evolución del Grupo de los Siete anuncia un colapso total. Los grandes países se enfrentan con dos importantes problemas. Uno de ellos es el de los tipos de cambio. Si el yen sigue devaluándose dará lugar a unos excedentes comerciales con Estados Unidos todavía mayores, lo que se producirá en detrimento de nuestra ya débil economía. En segundo lugar, los japoneses se verán sometidos a una enorme presión para que eleven los tipos de interés de forma que se contenga la progresiva caída del yen en el caso de que el mercado lo empujara para abajo. Los alemanes, por su parte, subirán casi con toda seguridad sus tipos, como consecuencia de la unificación económica. Ambas cosas juntas es casi seguro que obligarán a subir los tipos de interés norteamericanos, dada nuestra dependencia de los capitales exteriores. Nos encontramos, pues, ante una espiral de los tipos de interés como consecuencia de los acontecimientos internacionales.

P. ¿Ve usted alguna señal de coordinación de las políticas económicas?

R. No, no veo señal positiva alguna de coordinación de las actuaciones.

P. ¿La pelota, pues, está ahora en campo japonés?

R. Los japoneses se hallan ante un dilema terrible ¿Han de subir los tipos de interés para contener la caída del yen, con el riesgo de producir el hundimiento de la bolsa? ¿Deben, por el contrario, reducir los tipos para frenar la baja de esta, sabiendo que ello se traduciría en una reducción todavía mayor de la cotización del yen, con los consiguientes efectos sobre el comercio con otros países? La pasividad de los Siete Grandes podría llevar a un cambio de la política monetaria japonesa susceptible de crear unos problemas comerciales incluso mayores en el futuro.

P. ¿Qué cree Vd. que harán?

R. Contemporizarán durante unos días, para ver cómo reaccionan los mercados -la bolsa y los cambios- ante la actitud de los 7-G. Si la bolsa presenciara otra caída seguramente se

produciría una disminución de los tipos de interés. Pero si es el yen el que baja, los tipos de interés podrían ser elevados, aunque esto produjera un mayor deslizamiento de las cotizaciones bursátiles.

P. Tanto los líderes norteamericanos como los de otros países se muestran confiados en cuanto a la posibilidad de controlar los acontecimientos. ¿Se siente usted también optimista?

R. Creo que los 7-G se han mostrado excesivamente confiados al creer que una caída de la bolsa de Tokio no tiene por qué reflejarse en las otras bolsas. En un momento dado, la reducción de las cotizaciones de Tokio podría llevar a los inversores a preferir una situación de liquidez y a vender sus activos bursátiles. Esto podría afectar a otros mercados y, por supuesto, también a Norteamérica.

P. Algunos observadores entienden que la eventual subida de los tipos de interés japoneses tendría efectos positivos para los competidores de Japón, puesto que elevaría los costes de capital en este país.

R. Si los Estados Unidos creen que deberían propiciar una caída de la bolsa de Tokio para mejorar la competitividad norteamericana están en un gran error. Una continuada y acelerada caída de la bolsa de Tokio tendría efectos muy desfavorables en los Estados Unidos y en otros países. Y no se trata de ayudar a Japón por ser Japón. Ayudando a este país los 7-G se ayudarían también a si mismos.

P. ¿Qué deberían haber hecho?

R. Deberían haber conseguido un alto el fuego en materia de tipos de interés, tratando de contener su subida. Como mínimo, los Estados Unidos deberían haber indicado que no van a elevarlos más, e incluso que se proponían reducirlos algo. Esto habría reducido la presión a que se hallan sometidos Japón y Alemania, es decir, habría enfriado un poco la atmósfera en materia de tipos de interés, permanente amenaza contra la expansión mundial. Esto, además, habría fortalecido al yen, con lo que se habrían reducido los peligros que amenazan la estabilidad de los mercados financieros.

P. ¿Por qué los Estados Unidos no han tomado una iniciativa en tal sentido?

R. Las autoridades norteamericanas, obviamente, no piensan todas lo mismo sobre lo que debe hacerse. Además, ni el Tesoro ni la Reserva Federal valoran adecuadamente los riesgos internacionales existentes. La historia nos dice que lo único que puede convencerles es la crisis real y efectiva. Por esto han de actuar siempre ante los hechos consumados, en vez de tratar de evitarlos. Hubo tres crisis importantes desde mediados de 1985 hasta mediados de 1987 que obligaron a los 7-G a actuar: el acuerdo del Plaza, el acuerdo del Louvre y el Lunes Negro. La verdad es que todas fueron respuestas muy efectivas, pero fueron respuestas que produjeron unos costes que podrían haberse evitado si se hubiera actuado a tiempo. Lo que debían haber hecho el pasado fin de semana era retroceder a la etapa 1985-87, en que coordinaron realmente tanto los tipos de interés como los tipos de cambio para hacer frente a las crisis. Esto es lo que debían haber hecho ahora para evitar la próxima.

Bajo el título "Poco hay que temer de lo que ocurra en Tokio", un editorial del "New York Times"- "Herald Tribune" dice lo siguiente:

Los mercados financieros de Tokio están alterados. Desde principios de año las acciones japonesas han bajado casi un 30%, mientras que el yen lo ha hecho alrededor de un 10%. Preocupados con la posibilidad de que el caos se propagara, los ministros de Hacienda de los siete países más industrializados pusieron el tema en el primer lugar del orden del día de la reunión que iban a celebrar en París. ¿Qué es lo que los ministros, en su reunión, se comprometieron a hacer? Nada. Y la verdad es que estuvieron acertados.

Norteamericanos y europeos tienen poco que temer por lo

que ocurra en los mercados financieros de Japón. Hasta ahora, las cotizaciones de Wall Street no se han visto afectadas. Pero incluso en el caso de que las acciones y los bonos norteamericanos empezaran a bajar, la Reserva Federal tiene instrumentos suficientes -como se demostró en 1987- para mantener la economía en marcha.

Siempre resulta aleatorio especular por qué las bolsas suben y bajan. Sin embargo, es indudable que el colapso de los valores japoneses se debe en parte a la subida de los tipos de interés, que hace que aquellos sean más caros de comprar o de conservar. Pero cualquiera que sea la razón, no son pocos los norteamericanos que piensan que las turbulencias alcanzarán a Wall Street y que después se generalizarán hasta afectar a toda la economía. Estos temores no tienen fundamento.

En la reunión de París los Estados Unidos pudieron haber cedido ante la presión japonesa comprometiéndose a apuntalar al yen, lo que se habría podido conseguir reduciendo los tipos de interés norteamericanos y, por consiguiente, haciendo que el dólar resultara menos atractivo. Ahora bien, como sea que esto, con toda probabilidad, habría estimulado la inflación interna, los Estados Unidos hicieron bien en rechazar las pretensiones de Japón.

Los colapsos financieros deben evitarse, pues siempre producen víctimas. Pero no tienen por qué convertirse en desastres generalizados.

Las reservas mínimas bancarias

(Peter Norman, en "Financial Times")

Ocurre con alguna frecuencia que un acreditado instrumento de política económica de un país es sacado del cuarto de los trastos viejos en otro, convirtiéndose de repente en objeto de inusitado entusiasmo en este.

Esto es lo que parece estar ocurriendo con la exigencia de unas reservas mínimas, es decir, con los depósitos sin interés que los bancos de Alemania Federal están obligados a situar en el Bundesbank.

Tales reservas, que en Enero ascendían al 4'9 por ciento, aproximadamente, del pasivo de los bancos alemanes, eran en otras épocas un arma importante en el arsenal del Bundesbank. En los años 80 su peso declinó apreciablemente. Pero el caso es que tal instrumento está siendo cada día más defendido en Gran Bretaña como medio para contener el gran apetito de crédito que siente el sector privado sin necesidad de acudir al doloroso remedio de un incremento de los tipos de interés.

Las reservas mínimas tienen ciertos atractivos como utensilio para el control monetario y crediticio. Subiéndolas o bajándolas un banco central puede transmitir al sistema bancario una señal clara de sus deseos de reducir o, por el contrario, de expandir el crédito.

Ahora bien, puede dudarse que unas exigencias de reservas mínimas suponen un control efectivo del crédito y que pueden evitar el incremento de los tipos de interés. Las autoridades británicas creen que los bancos de su país, enfrentados con unas mayores exigencias de reservas mínimas, competirían con mayor ardor aún por conseguir depósitos, elevando para ello los tipos.

El punto de vista oficial fué expuesto con claridad por Robin Leigh-Pemberton, el gobernador del Banco de Inglaterra, en una conferencia reciente. "Las reservas mínimas no son una

alternativa a los tipos de interés. Si acaso, son una alternativa -por lo demás innecesaria- a otros medios existentes para influir en los tipos de interés", dijo el gobernador.

Ahora bien, si los británicos son tan escépticos sobre las reservas mínimas, ¿porque las utilizan el Bundesbank y otros bancos centrales? Una respuesta parcial sería la inercia: muchas autoridades monetarias quieren conservar ciertos instrumentos para el caso de que puedan resultarles útiles algún día.

Las reservas mínimas no dejan de tener opositores dentro del Bundesbank. Estimulan a los bancos a aumentar sus actividades y su presencia en los refugios fiscales. Las reservas mínimas alemanas, de hecho, han sido en buena parte la causa del crecimiento de Luxemburgo -donde, como en Gran Bretaña, no existe exigencia alguna en este campo- como centro de operaciones en Euro-Deutsche marks.

Sin embargo, un artículo en el boletín mensual del Bundesbank de Marzo subrayaba que la mayoría de los bancos centrales tienen establecido algún tipo de exigencia en materia de reservas mínimas, y esto no sólo por razones históricas. El Banco Nacional de Bélgica, v.g., fué autorizado en 1988 para adoptar tal instrumento, si bien no lo ha hecho aún. Según el Bundesbank, las reservas mínimas podrían crecer en importancia si todos los bancos centrales de la Comunidad las adoptaran como instrumento de actuación en su camino hacia la Unión Monetaria.

Pero el Bundesbank también manifiesta que ha utilizado las reservas mínimas con mucha menor frecuencia a partir del colapso, en 1973, del sistema de cambios fijos de Bretton Woods, prefiriendo controlar al mercado del dinero a través de operaciones de "open market".

Esto puede explicar que la proporción de las reservas mínimas haya permanecido invariable en Alemania desde Febrero de 1987, a pesar de las restricciones impuestas a la política monetaria como consecuencia del acuerdo del Louvre, del "crash" de Wall Street y del resurgir de la inflación en los grandes países industriales.

El Banco de Inglaterra está autorizado para exigir ciertas

reservas mínimas en forma de depósitos especiales de los bancos, pero tales depósitos producen intereses. En cualquier caso, las autoridades monetarias británicas dudan que tales exigencias puedan tener efectos psicológicos positivos en los bancos o en sus clientes.

John Major, el ministro de Hacienda, fué interpelado recientemente en los Comunes a propósito del crecimiento del crédito y de las reservas mínimas. En su respuesta, y después de aludir a la afición de los británicos al crédito, a pesar de los elevados tipos de interés, hizo observar que mientras en el Reino Unido 5 libras de renta adicional parecían convertirse automáticamente en 25 libras más de crédito, en otros países 5 libras de nuevos ingresos se convierten en 5 libras de un nuevo ahorro.

Es poco probable que cualquier exigencia en cuanto a reservas mínimas pueda hacer variar esta situación.

La evolución -en alza y positiva- de los tipos de interés

(Karen Pennar, en "Business Week")

¿Son siempre malos los elevados tipos de interés reales? Como suelen decir los economistas, depende. Depende, desde luego, de si uno es prestamista o prestatario. Pero depende también -y esto es más importante- de las razones que hacen que los tipos reales permanezcan altos.

Los tipos de interés son el precio del dinero. Al igual que otros precios, se ven afectados por el principio fundamental de la oferta y de la demanda. Si el ahorro desciende, los tipos reales suben, pues la masa de capital -la oferta de crédito- se reduce. Pero si los tipos reales aumentan porque el capital es utilizado más eficazmente -y, por consiguiente, es más solicitado por inversores ansiosos de conseguir unos mayores rendimientos- eso sólo puede conducir a un mayor crecimiento y a un más elevado nivel de vida. Si bien el descenso del ahorro representó un papel importante en la subida de los tipos de interés reales en los años 80, es la fuerza positiva de una mayor demanda de crédito la que mantendrá los tipos altos en los próximos años. "En los años 90, los elevados tipos de interés reales reflejarán el creciente potencial productivo derivado de la reestructuración que contemplamos en Estados Unidos y de las reformas que se están llevando a cabo en otros países", ha dicho J. David Germany, acreditado economista de Morgan Stanley & Co.

La década, desde luego, se inicia con un golpe de efecto. Los tipos reales para nueve países industrializados podrían ser, en promedio, del 5'6% este año, según estimaciones de Robert J. Barro y Xavier Sala i Martin, de la Universidad de Harvard. Esta presión alcista es debida a algunas circunstancias especiales. Para empezar, el continuado crecimiento económico en todo el mundo propaga el temor de que el elevado consumo y las nuevas tensiones sobre la capacidad

productiva harán subir los precios. Como respuesta, la mayoría de los bancos centrales se han mostrado duros y los tipos han subido. Es verdad que el Banco de Japón ha resistido las acciones agresivas, pero así y todo se ha visto forzado a subir los tipos, y podría tener que elevarlos aún más.

Dado que los mercados de capitales se hallan muy integrados, existe la preocupación de que las presiones en un mercado concreto puedan manifestarse rápidamente en otro. Ahora bien, por lo menos en algunos casos, una subida de los tipos de interés reales puede ser el único síntoma del riesgo que corra un país dado, y sólo este. Por lo tanto, el efecto puede que no se extienda a otros países. Hoy, por ejemplo, los inversores temen que la unificación económica y monetaria de Alemania pueda provocar allí inflación. Los tipos de mercado han subido ya cerca del 9%, más de 5 puntos porcentuales por encima de la tasa de inflación presente. El economista David H. Resler, de Nomura Securities International Inc., sostiene que los inversores advierten una amenaza de inflación en la economía alemana, razón por la cual han elevado los rendimientos para compensar los riesgos que asumen allí. Si la inflación alemana se materializa, quedará claro, "ex post facto", que los tipos reales no eran tan altos como parecen serlo ahora.

Estos temores inflacionistas oscurecen las superiores fuerzas de la oferta y la demanda que en definitiva determinarán el curso de los tipos reales a lo largo de la década. Primero, oferta. En general, los economistas creen que el ahorro mundial, o la oferta de crédito, se mantendrá estable o tal vez crecerá algo en los años 90, con lo que no habrá motivo para grandes cambios en el coste real del dinero.

En Estados Unidos el ahorro podría muy bien crecer. Algunos economistas -y muy principalmente Edward E. Yardini, de Prudential-Bache Securities Inc.- prevén que el ahorro personal subirá en Estados Unidos hasta alcanzar el 10% en los próximos años, frente al mínimo del 3'3% de 1987 y al presente 5'7 por ciento. A medida que envejeczan los "baby boomers" estos ahorrarán más, dice Yardini. Pero no todo el mundo comparte

esta opinión. "Como se sabe, la gente de más de 65 años ahorra menos, como también ahorra menos la población de menos de 25 años. Lo que no sabemos con certeza es lo que hace la gente entre esas dos edades, a medida que va siendo mayor", ha dicho Benjamin M. Friedman, de Harvard.

Incluso en el caso de que el ahorro suba en Estados Unidos, puede que este baje en Japón. La tasa de ahorro personal en este país se ha reducido ya del 16'4% en 1986 al 14% en 1989, y lo más probable es que descienda todavía más en los años próximos. El principal factor que hace descender la tasa es el envejecimiento de la población japonesa. En el año 2000, la proporción de retirados de Japón habrá aumentado del 12% actual al 17%. En los Estados Unidos, los jubilados suponen hoy el 12'7% de la población, y representarán el 12'9% al final de siglo. Paralelamente, el consumo japonés aumenta, y puede subir entre un 4 y un 5 por ciento anual durante la década. En otros países, las perspectivas del ahorro son variadas, si bien Friedman prevé un mayor ahorro en el Este europeo, en la medida en que las reformas económicas estimulen el crecimiento, propicien el aumento de las rentas y proporcionen incentivos para ahorrar.

Lo que es indudable, con todo, es que la fuerte demanda mantendrá alto el coste del dinero, al margen de la inflación. "Existe una tremenda demanda de recursos de cara a la reconstrucción económica de la Europa oriental", comenta el economista Stephen R. Waite, de Morgan Stanley. Las estimaciones de los fondos necesarios se clasifican entre grandes y gigantescas. Sólo el coste de la reunificación alemana, incluyendo tanto el gasto público como el privado, podría alcanzar los 500 m.m. de dólares, aunque algunas estimaciones son inferiores. Y el coste de elevar los niveles de vida de la Europa del Este a los del Oeste podría situarse entre los 6 y los 12 billones de dólares a lo largo de la década, ha dicho Catherine McDonough, economista de Merrill Lynch Capital Markets.

La demanda debería seguir también elevada en el resto del

mundo. En Estados Unidos -dicen los economistas de Morgan Stanley- años de reestructuración empresarial han hecho a las sociedades más productivas y más rentables. Esto significa que los rendimientos de las inversiones se han elevado, cosa que se reflejó en la subida de los precios de las acciones durante la mayor parte de los años 80. En un estudio reciente, Barro y Sala i Martin, de Harvard, consideran los precios de las acciones como equivalentes ("a proxy") a la demanda mundial de crédito. Su conclusión es que los mercados mundiales en alza indican que la productividad del capital ha estado subiendo. Y es este incremento de la productividad el que ha originado principalmente la subida de los tipos reales en los años 80.

Por supuesto, el mercado bursátil de Estados Unidos se encuentra en los mismos máximos alcanzados en 1987, y el de Tokio ha vacilado. Pero los economistas creen que la reciente reestructuración empresarial en Estados Unidos y las que se preparan en Europa seguirán traduciéndose en una mayor eficacia y continuarán alentando el crecimiento. Esto haría que la demanda de crédito siguiera siendo alta y que los tipos reales se mantuvieran cerca del 4%.

Esto nos sitúa lejos de los años 70, en que la regulación financiera sujetaba los tipos nominales al tiempo que los tipos reales ofrecían un signo negativo como consecuencia de la gran inflación. Todo parece indicar ahora que los tipos reales serán altos en los años 90, y esto por razones todas ellas aceptables. Recuérdenlo cada vez que tuerzan el gesto ante los tipos de interés que les pida su banquero.
