

ENTRE LA CRISIS BURSÁTIL Y LA RECESION  
ECONOMICA

- Introducción
- Opiniones: W.W. ROSTOW: "Todos juntos podemos evitar la catástrofe".  
Henry KAUFMANN: "Se olvidaron los avisos y la historia".  
J. PETERSON: "El crash: La opinión del Profesor Drucker".  
THE ECONOMIST: "Cómo evitar la recesión"
- Algunos aspectos de la crisis bursátil y la situación económica.
- Auge y caída de las Bolsas españolas.



ENTRE LA CRISIS BURSATIL Y LA  
RECESION



## INTRODUCCION

La economía mundial vive desde el 19 de octubre pasado una nueva y preocupante etapa. La brusca caída de las cotizaciones de Wall Street abrió en ese día una cadena de acontecimientos que aún no han finalizado y cuya explicación además de combinar factores bursátiles reclama ir más allá -al campo de la economía y a los desequilibrios que la afectan- para buscar sus causas más profundas. Este viaje de la crisis bursátil a los desequilibrios de la economía mundial que están detrás de la caída de las cotizaciones no concluye con la simple constatación de un hecho -la caída de las Bolsas- y de sus factores explicativos. Continúa más allá pues la estación siguiente a la crisis y a los desequilibrios de la economía mundial pudiera ser la de la llegada de una gran depresión que todos tememos y muchos anuncian. Ese anuncio explica que esos dos acontecimientos -la crisis bursátil y la depresión- hayan provocado la aparición de numerosas opiniones, diagnósticos y terapias que tratan de evitar que, tal como sucedió en el pasado, en que la crisis bursátil de 1.929 precedió a la depresión de los años 30, vuelva a repetirse ahora que la crisis bursátil de 1.987 anuncie la gran depresión de 1.988.

El conjunto de opiniones que se ofrecen seguidamente tratan de referirse a ese conjunto de acontecimientos económicos que definen el presente. El trabajo inicial -escrito por la redacción de "PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA"- y bajo el título "Entre la crisis bursátil y la depresión mundial" pretende resumir los principales factores económicos que están detrás de la crisis bursátil y que pueden empujar al mundo a una nueva depresión económica así como destacar aquellas actuaciones que pueden prevenir la llegada de ésta.

*Tras este trabajo se ofrecen un núcleo de opiniones obtenidas de una atenta lectura de la prensa extranjera especializada con cuya ayuda el lector puede valorar mejor lo sucedido o propuesto en tres escenarios diferentes:*

- 1a. En el de la crisis bursátil en el que se analizan sus causas y sus principales mensajes.*
- 2a. En el de los factores que definen los desequilibrios de la economía mundial y su evolución reciente.*
- 3a. En el de las alternativas disponibles para prevenir una futura depresión y el conjunto de las principales medidas propuestas.*

## ENTRE LA CRISIS BURSÁTIL Y LA RECESION

### El contenido de una profecía.

En 1.985 el Institute for International Economics de Washington bajo la dirección de C.Fred Bergsten publicaba la obra "Deficits and the dollar: the world economic at risk". La obra era fruto de una meditación profunda de Stephen Marris, un economista británico que había realizado su carrera profesional en la OCDE a partir de 1.956 y que había trabajado como asesor económico del Secretario General de la organización desde 1.975 hasta 1.983.

El propósito de la obra era realizar una predicción sobre el futuro de la economía mundial. Una predicción que el autor temía no fuera escuchada. Por este motivo aparecía bajo el lema de lo que él afirmaba ser un viejo proverbio árabe: "Quien predice el porvenir miente, incluso cuando dice la verdad". Marris no se equivocó. Las tesis de su obra -difundidas en el ambiente optimista generado por la expansión de la economía mundial de aquel entonces- estaban condenadas, por su profundo pesimismo, a no encontrar destinatario, al menos un destinatario con poder sobre los acontecimientos para cambiarlos. Dicho de otro modo: los políticos no iban a escuchar lo que Marris les decía.

Y bien, ¿cuáles eran los mensajes contenidos en la obra de Marris?. Tres fundamentalmente:

10. El primero era una descripción en forma de diagnóstico de las bases que sostenían la prosperidad económica estadounidense y mundial. Para Marris la recuperación de la economía mundial desde 1.982 estaba basada en unos

desequilibrios graves y crecientes que aseguraban su peligroso final en una depresión económica tanto más profunda y grave cuanto más se dilatasen las medidas para atajar esos desequilibrios. En efecto, la recuperación económica que se inició en los países industriales en 1.982 partió del alza espectacular del dólar y de la expansión del gasto interno americano (de consumo e inversión), expansión forzada por su política fiscal (reducción impositiva de 1.981 y aumento de los gastos, en especial los gastos sociales y de defensa nacional). Fueron esos dos acontecimientos -el alza del dólar y la animación del gasto interno por la política fiscal- los que al abrir las puertas del mercado estadounidense a los bienes y servicios de los distintos productos occidentales permitieron iniciar la recuperación de esas economías por la vía del aumento de las exportaciones y la contribución del sector exterior al desarrollo de la producción interna.

La contrapartida de esa recuperación económica occidental la ofreció el déficit creciente de la balanza de pagos de Estados Unidos que recogía, en última instancia, la fuerza de su demanda interna de importaciones y la pérdida de la capacidad competitiva de las exportaciones americanas. El déficit creciente de la balanza de pagos americana se contraponía a los superávits de la C.E.E., Japón y otros países. Superávits generados, en última instancia, por el desbordamiento de la demanda interna estadounidense. El motor poderoso que tiraba de la demanda interna norteamericana fue, sin duda, como antes se indicó el sector público, cuyo déficit ha alcanzado una continuidad en el tiempo y unos niveles antes ignorados en etapas de paz.



Esos desequilibrios de la balanza de pagos y del sector público fueron financiados por la entrada de capitales del exterior. Las entradas de capitales de los países occidentales hacia los Estados Unidos batieron todos los récords imaginables siendo sus motivaciones iniciales escandalosamente evidentes: elevados tipos de interés sostenidos por un sector público que debía financiar un déficit creciente en mercados de ahorro cortos de recursos propios (el reducido nivel del ahorro interno estadounidense); alza constante en la cotización del dólar que aseguraba un reembolso del préstamo con plusvalía del tipo de cambio; inversión alternativa rentable en un mercado de valores al alza y, finalmente, existencia de una prima de seguridad política que los mercados han concedido al dólar como moneda refugio. Debe acentuarse la importancia que en la creciente cotización del dólar ejerció la elevación de los tipos reales de interés americanos, elevación derivada de la existencia de unos déficit públicos elevados actuales y futuros, unos déficit públicos que se registraban en un entorno monetario riguroso -la política monetaria de Volcker- concebido para impedir el retorno de una inflación aguda.

- 2a. Esos tres desequilibrios -el de la balanza de pagos por cuenta corriente, el del sector público y el de la inversión y ahorro estadounidenses- no podían prolongarse indefinidamente en el tiempo sin acusar sus consecuencias sobre la cotización del dólar. Inevitablemente, el dólar tendería a caer presionado por dos fuerzas: el déficit del intercambio de mercancías y servicios y el progresivo endeudamiento exterior del sector público estadounidense al que obligaba la cadena de deficit presupuestarios que se preveían para el futuro. Esas dos fuerzas íntimamente enlazadas entre sí componían

dos balanzas acusadamente deficitaria: la de mercancías y servicios -alimentada por un gasto interno creciente- y la de capitales, pues la cadena de déficit públicos americanos y su financiación por el ahorro de otros países iba convirtiendo a Estados Unidos en un país deudor neto con el exterior, posición deudora en la que no había estado a lo largo del presente siglo. Sostener la cotización elevada del dólar en estas circunstancias era imposible pues obligaba a pagar intereses reales crecientes por el ahorro externo que, a su vez, aumentaban la carga de su deuda, haciendo a ésta explosiva. La caída del dólar resultaba así inexorable.

Esa inexorable caída del dólar podía programarse y realizarse suavemente o por el contrario producirse súbitamente ("hard landing": aterrizaje brutal). En este último caso, sus consecuencias revestirían una importancia difícil de exagerar pues esa caída súbita y sin control del dólar provocaría una convulsión de los flujos financieros de la economía mundial, un efecto inflacionista interno de enormes proporciones sobre la economía estadounidense que exigiría un reajuste restrictivo con efectos imprevisibles y un deterioro en la capacidad competitiva de las exportaciones de Japón y de la C.E.E. con la recesión correspondiente de estas economías.

30. Para facilitar la salida de esa situación y evitar ese temido aterrizaje brutal del dólar, resultaba decisivo emprender un conjunto de actuaciones complejas y coordinadas. En primer lugar, era preciso iniciar una desescalada del dólar que restableciera un tipo de cambio que posibilitara las exportaciones estadounidenses (gravemente dañadas por el dólar caro y que levantaban

peligrosas protestas proteccionistas) y que limitara al mismo tiempo las importaciones. El segundo punto de apoyo de la operación residía en la reducción del déficit presupuestario. Sin una desaceleración de la demanda interna de Estados Unidos el desequilibrio de la balanza de pagos por cuenta corriente no se reduciría dado que la demanda interna americana estaba sostenida por un déficit público de proporciones desbordadas. Finalmente, era necesario coordinar las políticas económicas de los países occidentales. Alemania y Japón deberían estimular su gasto interno con medidas de política monetaria y fiscal expansivas con el fin de compensar la fuerza que iría perdiendo la demanda interna americana como impulsora del desarrollo económico occidental. Si estas tres condiciones no se cumplían se arriesgaba que la cotización del dólar iniciara un peligroso deslizamiento que podía conducir al mundo a una nueva depresión. Estas tres condiciones no eran fáciles de cumplir sino muy exigentes como iba a demostrar elocuentemente la marcha posterior de los acontecimientos.

### La marcha peligrosa de la economía mundial desde 1.985.

Los acontecimientos han tendido a desarrollarse desde que Marris lanzó su predicción de forma peligrosa. No se han cumplido suficientemente las condiciones para un aterrizaje suave del dólar: ni su tipo de cambio se ha depreciado suficientemente para lograr unos mejores resultados de la balanza de pagos entre 1.985 y octubre de 1.987, ni el déficit público americano ha logrado reducirse en la cuantía precisa, ni la coordinación de las políticas económicas occiden-

tales conseguía variar la actitud pasiva de Alemania y Japón. A falta del cumplimiento de esas tres condiciones, los desequilibrios de la economía mundial se han agudizado, manifestándose en última instancia, en la crisis de la Bolsa de Nueva York el 19 de octubre y amenazando con el peligro de una seria recesión mundial.

Un peligro cierto que no desaparecerá mientras no se cumplan las condiciones que determinan los desequilibrios actuales de la economía mundial.

Tratemos de repasar con más detenimiento la evolución de estos hechos que están hoy determinando el curso de los acontecimientos en el mundo occidental.

A principios de 1.985 el dólar alcanzaba ya una cotización insostenible. No era posible mantener el dólar a 3.3 marcos y 250 yens más que al coste prohibitivo de producir una balanza de pagos por cuenta corriente deficitaria de más del 3% del PIB estadounidense. Una balanza deficitaria que precisaba de un crecimiento continuo del endeudamiento exterior que resultaba crecientemente difícil de financiar. A principios de 1.985 esos hechos fueron evidentes para los inversores que financiaban el déficit exterior de Estados Unidos, que deberían vender sus activos en dólares antes de que se iniciara su inevitable caída. El miedo a las pérdidas eventuales de los activos en dólares sustituyó al optimismo de los años anteriores y las ventas en dólares comenzaron a realizarse en los mercados de cambios, iniciándose con ellas la caída de sus cotizaciones. El dólar perdió, además, desde ese mismo año el baluarte que había sido el gran atractivo para impulsar su cotización: los elevados tipos reales de interés que iniciaron su descenso como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más flexible y la desa-

celeración del propio crecimiento económico norteamericano. Tras seis meses del descenso del dólar en los mercados de cambios, llegó -en septiembre del 85- el acuerdo del Grupo de los 5 en el Hotel Plaza de Nueva York que apoyaba la caída concertada del dólar. Para algunos observadores agudos, la importancia de ese acuerdo se ha exagerado en exceso, pues si bien es cierto que Japón alteró su política monetaria elevando como debía los tipos de interés con vistas a incrementar el valor del yen, contribuyendo así a un mejor equilibrio mundial, para Alemania el acuerdo careció de contenido e incluso el propio Japón abandonó pronto su actuación compensatoria. De esta forma, el descenso del dólar no sufrió la caída precisa que debería haberse registrado por esa actuación programada del Grupo de los 5.

A falta de un éxito de esa acción concertada, la fuerza impulsora de la baja del dólar fueron de nuevo las actuaciones de los inversores que al vender la divisa norteamericana en los mercados de cambios redujeron entre febrero de 1.985 y diciembre del 86, en un 30/35% el valor del dólar. Esta caída -como antes se afirmó- resultaba insuficiente para corregir el déficit comercial y éste persistió durante el año 86 y comienzos del 87, necesitando una cantidad importante de ahorro externo. El déficit con el que se liquidó la balanza de pagos en el ejercicio del 86 mostraba con claridad ya las dos fuerzas que estaban en el horizonte y que reclamaban con urgencia una caída mayor del dólar. Estas eran, de una parte, la continuidad del déficit comercial y por otra, el crecimiento explosivo de la deuda exterior. La balanza de pagos americana y su componente de inversión atravesó -en ese ejercicio- la línea histórica de convertir a Estados Unidos en un país deudor, abandonando su carácter de gran acreedor con el que se había comportado a lo largo de este siglo. El peso futuro de la devolución de los intereses y

de los principales de la deuda que Estados Unidos había contraído forzaba a obtener un superávit de la balanza comercial en los años venideros y este superávit exigía obviamente un tipo de cambio mejor que el que Estados Unidos tenía para apoyar el conjunto de las exportaciones y limitar sus crecientes importaciones. Resultaba ya obvio a finales del 86 que mientras no se redujera el déficit de la balanza de pagos, esos desequilibrios de la balanza de pagos americana anunciarían ulteriores caídas en la cotización del dólar.

Dado que el éxito de los acuerdos del Plaza fue -como antes se dijo- bien limitado, se pensó de nuevo en la necesidad de insistir en una coordinación de las políticas económicas que tendiese a reducir programadamente el valor del dólar y en la medida de lo posible, a expansionar la demanda interna de Japón y de Alemania. Ese fue el propósito de los acuerdos firmados en el Louvre en febrero de 1.986. Pero si el éxito de la acción concertada no se había logrado con los acuerdos del Plaza, tampoco los acuerdos del Louvre lograrían algo mejor. Inicialmente el dólar pareció estabilizarse en los niveles (secretos) pactados. Pero esa estabilización provisional del dólar estaba condenada a ser transitoria al abandonarse a las compras masivas de la divisa norteamericana por los bancos centrales del Grupo de los 5 en los mercados de cambios. La presión vendedora en éstos de dólares arrancaba del convencimiento de que a falta de actuaciones de fondo que redujeran los desequilibrios de la economía mundial, el dólar continuaría inevitablemente su caída. Mes a mes los mercados de cambios han ido siguiendo en el año actual las liquidaciones de la balanza comercial estadounidense, pues mientras se mantuvieran sus déficit, éstos anunciarían que los problemas del desequilibrio de la economía mundial no se habían resuelto y a falta de esa solución el dólar continuaría su caída libre, con la consiguiente amenaza de una futura recesión.

Tres acontecimientos iban a cambiar el panorama desde el comienzo de este otoño. El primero, la subida de los tipos de interés americanos que cerraban una fase presidida por sus descensos constantes, subida que anunciaba las dificultades para sostener el dólar en sus cotizaciones, reclamando la ayuda del ahorro exterior. Esta subida de los tipos de interés americanos fue secundada, contra lo que exigía una política de coordinación económica, por una corrección al alza de los tipos de interés de Alemania Occidental, segundo acontecimiento que ensombrecía el panorama internacional. El tercer acontecimiento fue la adversa liquidación de la balanza comercial de Estados Unidos en el mes de agosto que registraba un déficit mayor del esperado. Estos tres acontecimientos iban a producir la noticia del año 87: el "lunes negro" del 19 de octubre en el que la Bolsa de valores de Nueva York registraría la mayor caída de su historia.

### La crisis bursátil de Wall Street.

El mundo de las Bolsas de valores había vivido el proceso de recuperación de la economía mundial traduciéndolo con su habitual sentido de la exageración. El divorcio creciente de los valores financieros con respecto a los reales de la economía había alcanzado, en vísperas de la crisis bursátil, magnitudes sin precedentes. La internacionalización de las Bolsas de valores y los procesos de desregulación y securitización concedían a ese divorcio un eco y consecuencias extraordinarios. Las cotizaciones bursátiles batieron, pese a ello, sus records en todos los mercados en un proceso que parecía no tener fin. Sin embargo, y apoyándose en los techos alcanzados por las cotizaciones y en los tres acontecimientos antes destacados las fuerzas "bajistas" del mercado consiguieron imponerse el 19 de octubre.

Está claro, en efecto, que esos tres motivos afectaban de lleno al nivel de las cotizaciones. La elevación en los tipos de interés en Estados Unidos no era compatible con la elevación de los cambios de los valores de renta variable por tres razones bien elementales: 1) La mayor remuneración de las inversiones financieras alternativas en obligaciones y préstamos respecto de las inversiones en acciones. 2) El mayor coste en que deberían incurrir los inversores que solicitaban los créditos para su inversión en compra de acciones. 3) Por el aumento del coste de las empresas que encarecían (y dificultaba así) los procesos de inversión real. A estas tres razones se añadía el hecho obvio de que el alza de los tipos reales de interés americanos avisaba de las dificultades de continuar sosteniendo un déficit comercial y un déficit público y que reducir estos déficit como sería necesario, llevaría a Estados Unidos a detener su proceso de expansión económica con las obvias consecuencias sobre la cotización de los valores financieros.

El déficit de la balanza comercial de Estados Unidos de agosto constituyó la segunda noticia precursora de la caída bursátil. Su importancia es destacada por todos los analistas pues de nuevo recordaba el límite de la expansión de la economía real. La falta, por otra parte, de cooperación de la economía de Alemania Occidental agudizó más aún los problemas de continuidad del crecimiento económico occidental y, a falta de éste, el crecimiento de las cotizaciones bursátiles carecía, obviamente, de sentido.

Apoyándose en esas bases que manifestaban el divorcio alcanzado entre la economía real y financiera, el triunfo de los "bajistas" fue espectacular, derrumbando las cotizaciones de Wall Street en cuantía sin precedente histórico como antes se ha indicado.



El mercado bursátil iba a imponer así su lógica inexorable, obligando a los políticos a practicar los ajustes que se habían considerado necesarios una y otra vez por los técnicos (y que estaban presentes en los consejos de Marris) pero a los que no se había atendido suficientemente.

Por otra parte, esa caída de la bolsa anunciaba la entrada de la economía occidental en una nueva etapa presidida por los fundados temores de una futura recesión económica.

### Entre la crisis bursátil y la recesión económica.

Descifrar los mensajes de la crisis bursátil y prevenir los peligros de una futura recesión económica constituyen los dos focos que han atraído a la opinión pública y a la de los expertos después del 19 de octubre. El lector encontrará -tras este trabajo- una serie de artículos que ofrecen una valoración del panorama disponible y de las medidas adoptadas y las que deberían tomarse para evitar que, así como en el pasado la crisis bursátil de 1.929 produjo la depresión de los años 30, ahora la crisis bursátil de 1.987 no origine la depresión de 1.988. Tres opiniones son de especial interés y de lectura recomendable a este respecto: la de W. Rostow, la de Kaufman y el excelente comentario de "The Economist" publicado bajo el expresivo título "¿Cómo evitar una recesión?". Todas estas opiniones y muchas otras difundidas recientemente coinciden en atribuir una importancia singular a los cuatro puntos siguientes:

- \* Aunque la situación actual sea incierta y las circunstancias que la definen cambiantes, el deslizamiento de la misma hacia una gran depresión puede contenerse si (y el

condicional es importante) se adoptan un conjunto de políticas económicas que reduzcan los desequilibrios de la economía mundial en el clima de una cooperación económica entre las distintas naciones.

- \* La crisis bursátil ha sido importante y sus efectos se han amplificado por la globalización (internacionalización) de la vida financiera y su innovación (con el uso masivo de la informática). Sin embargo, la crisis bursátil era esperada como corrección técnica de las cotizaciones bursátiles dadas sus desviaciones respecto del mundo de la economía real. Por otra parte, la crisis bursátil ha sido limitada y la crisis no ha afectado, por ahora, ni a los títulos de renta fija ni a los mercados del oro ni a los de las materias primas.
- \* Aprendiendo las lecciones de la pasada gran depresión de los años 30 no se ha creado un "hambre" de liquidez en los mercados pues ésta ha sido satisfecha por los bancos centrales, incluido el Bundesbank. Esta oferta de liquidez ha sido suficiente para evitar lo peor: un pánico por falta de liquidez que impulsó la gran depresión de los años 30, tras la crisis bursátil del 29.
- \* Que la advertencia de los mercados de valores ha sido seria y que fuerza a los políticos a actuar diligentemente y sin errores sobre las causas del desequilibrio económico mundial que se encuentran en tres escenarios en los que no caben ni dilaciones ni errores: en el del déficit público americano, en el de la cotización del dólar y en la cooperación conjunta de Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón, llamados a entenderse en un acuerdo conjunto más eficiente -por más comprometido y extenso- que los del Plaza y el Louvre.

- \* Que la crisis bursátil no ha sido en vano: su presencia impone unos costes que no son pocos al desarrollo económico inmediato de los países occidentales.

Es evidente que de cara al futuro económico, son los dos últimos puntos los que más le condicionan y, por ello, parece obligado dedicarles algunos comentarios adicionales.

### Las causas profundas de los desequilibrios de la economía mundial y sus dimensiones.

La situación económica que ha definido la crisis bursátil de octubre obliga a actuar sin dilaciones ni errores que serían ahora imperdonables sobre las causas del equilibrio económico mundial. Esas causas aparecen nitidamente definidas y se han aludido con anterioridad: el déficit público americano, la cotización del dólar, la cooperación de los países occidentales que se concreta en el reparto de papeles a las economías dominantes de Estados Unidos, Japón y Alemania Occidental. ¿Qué dimensiones tienen esos tres grandes problemas y cómo debería abordarse su planteamiento y posible solución?.

#### A) El déficit público de Estados Unidos.

En el trasfondo de la recuperación económica occidental y las posibilidades de su continuidad ha estado y está, sin duda, presente el problema del déficit público de Estados Unidos. Un problema creado por la peculiar interpretación de la "Reaganomics" que se registraría en la política fiscal a partir de 1.981. Como es bien sabido, en ese año se aprobaba la "Recovery Tax Act" que reducía drásticamente y

escalonadamente la tarifa del impuesto personal sobre la renta e indiciaba la tarifa para evitar su "progresividad en frío". Esta reforma inspirada por los llamados economistas de oferta y, fundamentalmente, por Arthur Laffer partía de una crítica demoledora de los elevados tipos de la tarifa del impuesto sobre la renta que dañaban la recaudación al afectar negativamente a los incentivos al ahorro, trabajo e inversión y con ellos al crecimiento de la renta. Se creía que resultaba posible y necesaria una reducción de los tipos impositivos de la que se esperaba conseguir ingresos públicos iguales o mayores por el estímulo de esos menores tipos de gravamen sobre el crecimiento de la renta al que se aplicaba el impuesto. Por otra parte, se consideró importante reducir los gastos públicos (bien cierto que salvados los gastos de defensa nacional cuyo aumento estaba descontado para afianzar el poder americano en el mundo). Al servicio de esta idea, el Presidente intentó seguir una estrategia peculiar consistente en introducir una Enmienda en la Constitución americana que obligase al Congreso a equilibrar anualmente el presupuesto. De esta manera, contando con iguales o ligeramente mayores ingresos públicos, la dimensión del sector público americano no aumentaría, pues la limitación de los ingresos guillotinaría la propensión al crecimiento de los gastos públicos. Esta Enmienda Constitucional obtuvo en 1.982 la necesaria mayoría de los dos tercios en el Senado pero no logró su aprobación por pocos votos en la Cámara de Representantes del Congreso. Reagan no pudo contar así con la que estimaba una garantía para la actuación presupuestaria: el equilibrio anual de ingresos y gastos públicos no financieros y la limitación de la expansión incesante del gasto público.

Lo que después ocurriría estaba descontado: con impuestos limitados y sin límite al gasto público, la presión polí-

tica y burocrática sobre éstos garantizaba su crecimiento abriendo así la era de los "megadéficit" norteamericanos. Porque no aumentaron sólo los gastos de defensa (como estaba previsto), sino sobre todo, los gastos sociales. Fue la perspectiva de una cadena de déficit públicos continuados alimentados por la fuerza incontenible del gasto público en una democracia, la que despertó muy pronto la preocupación fundada de todos los analistas de la vida económica americana porque con ese porvenir de los déficit públicos, los desequilibrios de la economía de Estados Unidos estarían asegurados. Desequilibrios del sector público, de una parte, pero desequilibrio exterior por otra, porque la expansión del gasto interno americano garantizaba una propensión a importar creciente, imposible de financiar con el desarrollo de las exportaciones.

En 1.985 la situación presupuestaria se había agravado en tales proporciones que la mayoría de los sectores de la opinión pública reclamaron medidas para su tratamiento. En el verano de ese año 85, el senador republicano y Profesor de Economía, Phil Gramm en colaboración con otros dos senadores, el republicano Warren B. Ruttman y el demócrata Ernest F. Hollings, desarrollaron una idea que cuajó en una propuesta enviada al Senado el 25 de septiembre del 85 y aprobada el 10 de octubre para limitar el incremento anual del déficit y para programar su reducción futura en años sucesivos. Tal es la Ley denominada Gramm-Ruttman-Hollings de la que se esperaba el fin gradual del déficit público americano.

El periodo elegido para esa reducción programada del déficit fué el de 1986/91. A lo largo de esta etapa y en cada año los déficit se reducirían en 36.000 millones de dólares. Con este propósito se establecían anualmente pa-

ra cada ejercicio unos topes de déficit que deberían ser respetados, siendo obligaciones del Presidente practicar aquellos recortes en los programas de gasto público, o variar los impuestos de forma que el límite prefijado a la cuantía del déficit se respetase. La reducción del gasto público necesario para conseguir la cifra programada en la reducción del déficit afectaría por igual a los gastos de defensa y al sector civil.

La ley se articuló de tal forma que la intervención de las distintas instancias del poder ejecutivo y del legislativo incumplía la Constitución. Este defecto hubo de corregirse, lo que retrasó la entrada en vigor de la Ley Gramm-Ruttman-Hollings con lo que el programa de reducción del déficit del presupuesto se dilataba en el tiempo. Por otra parte, los principios fijados a la reducción del gasto limitaban muy considerablemente su campo operativo. El reconocimiento de numerosos gastos públicos comprometidos que deberían atenderse hacían muy difícil practicar reducciones significativas del nivel del déficit público. La Ley Gramm-Ruttman-Hollings admitía que los gastos en seguridad social, los intereses de la deuda pública y "otros" gastos públicos menos importantes no sufrieran recortes a consecuencia de los programas de reducción de déficit público. Todo ello limitaba considerablemente el campo operativo de la ley. Cuando esta intentó aplicarse en el ejercicio actual, el límite al que ha llegado en la reducción del déficit se sitúa en los 23.000 millones de dólares, una cantidad a todas luces corta para conseguir el propósito de dar credibilidad a la política presupuestaria estadounidense al servicio del equilibrio de su economía.

Esta situación y las presiones exteriores de todo tipo para aumentar la cuantía de la reducción del déficit son las que

explican la actual negociación del Presidente con el Congreso para elevar la reducción programada del déficit público americano.

La política de intensificar la reducción del déficit público americano se ha enfrentado con dos dilemas distintos que condicionan su futuro.

- \* El dilema ideológico de la "Reaganomics". El Presidente Reagan ha considerado un baluarte de su política y un testigo para la historia el logro de una reducción impositiva en Estados Unidos. No ha estado dispuesto, en consecuencia, a aumentar los impuestos como vía para cerrar el bache del déficit por cuanto esa decisión atacaría frontalmente su actuación en la Casa Blanca. La importancia atribuida por Reagan a la reducción de la presión fiscal se ha manifestado con especial contundencia en sus reiteradas declaraciones: "El aumento de los impuestos solo se logrará pasando por encima de mi cadáver", ha sido su frase favorita durante mucho tiempo. Una frase que, por cierto, ha condenado el reciente premio Nobel de Economía, Robert Solow, ya que el nivel de imposición debe estar fijado por razones pragmáticas y no por motivos dogmáticos tan cerrados. Hoy Reagan dice otra cosa: "No me niego a discutir la conveniencia de una elevación de los impuestos". Con todo, cerrar el bache del déficit por la alternativa de elevar la presión fiscal, no resulta sencillo, porque pugna, como es evidente, con una de las ideas más queridas de la política de Reagan que no es fácil de modificar en el año final de su mandato.
  
- \* El dilema económico es el segundo de los obstáculos que se oponen al cierre del bache del déficit. El 19 de octubre, ha aumentado las posibilidades de una recesión mundial y

estas posibilidades se reforzarían -para algunas opiniones- si el Estado disminuyera la energía del déficit al disminuir con él el gasto interno de Estados Unidos. Algunos keynesianos radicales -como Robert Eisner y Paul Davidson- han coincidido con los economistas de oferta, como Paul Roberts y otros, en afirmar la conveniencia de no cerrar el bache del déficit en los momentos actuales, ya que el mal del déficit podría convertirse en bien en una etapa de caída de la actividad económica como la presente y sobre todo, la futura. Sin embargo, para otros economistas, el objetivo de cerrar el bache del déficit sigue siendo esencial. Paul Samuelson, Robert Solow y Martin Feldstein han defendido una reducción programada del déficit público americano en magnitudes tales que hagan creíble al mercado que una causa tan importante como esta del desequilibrio económico mundial comienza a ser atacada eficientemente.

Esa eficiencia requiere como prenda de credibilidad una cifra mayor, próxima a 100.000 millones de dólares en dos años (según la opinión de Stephen Marris) y en el camino de esa cifra parecen estar las negociaciones actuales entre el Presidente de Estados Unidos y el Congreso, ya que teniendo en cuenta las reducciones del gasto y los aumentos impositivos (impuesto sobre el petróleo, básicamente), la cifra hoy negociada se aproxima a los 50.000 millones de dólares para 1988.

Debe estar claro lo que el mundo se juega en esa negociación porque si el déficit presupuestario no se reduce, éste presionará sobre el déficit de la balanza comercial y este déficit, a su vez, sobre la cotización del dólar, lo que obligaría -para atraer capitales extranjeros a los Estados Unidos- a elevar los tipos de interés. Esa secuencia de acontecimientos terminaría elevando el costo del capital, lo que produci-



ría una nueva caída en la bolsa y una reducción del gasto en la inversión real, sentando así las bases de una futura depresión.

B) La cotización del dólar.

Es evidente que la caída libre del dólar constituye el gran peligro actual para una futura recesión y lo es también que una nueva y sostenida paridad del dólar -con la reducción del déficit público y la cooperación económica occidental- son piezas básicas para definir un mercado de cambios estable. Esa nueva paridad del dólar deberá realizar el gran trabajo de equilibrar los intercambios internacionales, lo que significa ante todo, reducir el déficit de la balanza de pagos de los Estados Unidos. Es ese objetivo de equilibrar los pagos internacionales, el que debe estar detrás de una nueva fijación de la paridad del dólar. Martin Feldstein ha afirmado que esa restauración del equilibrio de la balanza de pagos americana constituye el objetivo principal de la política comercial exterior norteamericana y mundial en la próxima década. Una tarea tan importante como pesada, porque, según los cálculos de Martin Feldstein, los déficits ya acumulados de la balanza de capitales de Estados Unidos son de tal magnitud como los que supone el pago durante la próxima década de 80.000 millones de dólares anuales. Estados Unidos no podrá hacer frente a esos pagos derivados de su endeudamiento, si no es contando con los superávits que le produzca la balanza comercial, de forma que la inversión del signo de esta balanza de deficitaria en superavitaria constituye una parte vital de la actuación americana en los años que vienen y a este propósito debe servir la nueva paridad del dólar.

Todo esto significa que la política de Reagan consistente en "disfrutar primero y pagar después" le va a costar a Estados

Unidos un serio esfuerzo de ajuste en la próxima década y ese serio esfuerzo de ajuste comienza con la fijación de una paridad del dólar que posibilite el éxito de su esfuerzo exportador. ¿Cual debe ser esa nueva paridad? Feldstein ha hablado de una reducción del valor del dólar del 30 % y Samuelson de un dólar= 1.5 marcos=120= Yens. La discusión de esta nueva paridad constituye la parte más delicada de las medidas que hoy necesita el tratamiento de los equilibrios de la economía mundial.

C) La cooperación de Alemania y Japón.

La tercera condición para restablecer los equilibrios de la economía mundial pasa por una actuación concertada de las políticas económicas de Japón y Alemania. Estas políticas deberían facilitar la mayor expansión de esas economías a través de actuaciones monetarias y fiscales. Esta afirmación quizás sea la más repetida por las autoridades americanas que ha encontrado eco en otros muchos países, entre ellos el nuestro, ya que, en efecto, nuestras autoridades económicas no han hecho otra cosa que insistir en los últimos días en la absoluta necesidad de restablecer esta cooperación internacional, lo que significa actuaciones y expansivas en las políticas económicas de Alemania y Japón.

La pregunta importante que hay que constestar es si ese requerimiento a una actuación expansiva solicitada hoy ampliamente de Alemania y Japón va a tener lugar: ¿pueden y quieren los dirigentes de estas dos economías acelerar e intensificar su gasto interno para contribuir al equilibrio económico internacional? Probablemente la respuesta a esta decisiva pregunta tenga que ser dividida afirmando que Japón quizás quiera pero no pueda y que Alemania decididamente pue-

de, pero no quiere practicar la política expansiva que se les pide. La impotencia de Japón para definir un liderazgo expansivo de su economía arranca de su perseverante comportamiento desde la terminación de la segunda guerra mundial. Japón ha aprendido a ganar su progreso cerrando su mercado y conquistando -con una economía casi de guerra- los mercados exteriores. Las cifras de exportación y los superavit de su balanza comercial y de pagos se han manejado como el timbre de gloria del éxito japonés en años pasados. Cambiar esa concepción del éxito económico supone alterar costumbres y valoraciones íntimamente sentidas en la sociedad japonesa. Es fácil decir que aumente el consumo y los gastos internos, que el mercado japonés se abra a los productos del exterior y que se cese en la política agresiva de los mercados exteriores, pero resulta muy difícil que las autoridades convenzan a los intérpretes de la economía japonesa para que acepten esta política. Un gran conocedor de la economía internacional, como es Lamfalussy, Director del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, transmitía recientemente su gran pesimismo respecto de este cambio solicitado de la política económica de Japón.

Por otra parte, es evidente que Japón ha dado muestras recientes de actuar en el sentido que se le pedía, al aplicar medidas expansivas de carácter fiscal y al aceptar la apreciación constante del dólar en términos de yenes. Ir mas allá de esas concesiones será algo difícil, pero desgraciadamente es algo necesario si tratamos de vencer una depresión.

El caso de Alemania es completamente diferente del de Japón. Las dificultades con las que Alemania se enfrenta para realizar esta política coordinada con las necesidades del desarrollo occidental no son de capacidad, sino de voluntad.

Las reducidas tasas de crecimiento alemán, su absoluta estabilidad de precios, el superavit de su balanza corriente, los saneados beneficios empresariales con los que cuenta y la existencia de una elevada tasa de paro, conceden a la economía alemana una oportunidad singular para aplicar políticas expansivas que movilicen el gasto mundial y permitan el ajuste de los pagos internacionales con respecto a Estados Unidos. Pero la política alemana frente a esta posibilidad y exigencia occidentales ha dado muestras inequívocas de una persistente pasividad. Variar esta situación no es algo sencillo, porque, de una parte y como acentúan todos los análisis de la economía alemana, esta pasividad de su política económica responde a creencias y actitudes firmes de su sociedad. Y por otra parte, el mecanismo y las relaciones de las instituciones financieras, dificultan definir a corto plazo un cambio de política en un sentido expansivo.

El arraigo de unas políticas que acentúan la estabilidad y no animan la expansión se encuentra, ante todo, en la estructura demográfica alemana. Alemania es un país viejo, que contempla la vida desde el punto de vista de su madurez y no desea perder el aliento tras el desarrollo de su economía que le llevaría a plantearse el problema de los desequilibrios (la temida inflación: el fantasma de los alemanes) y a que esa etapa de intensificado desarrollo forzase de nuevo las inmigraciones y, dicho con toda dureza, ese "desarrollo para turcos"-posibles inmigrantes hoy- no les gusta a los alemanes. Por otra parte, el espíritu conservador de la sociedad alemana madura se da la mano con las juventudes ecológicas presentes con la creciente representación parlamentaria de los "Verdes" en la vida política. Una facción demográfica que no desea la intensificación del desarrollo por los peligros que el mismo supone para el medio ambiente. Todo ello ha creado un sustrato social de dejar pasar la oportunidad de un desarrollo más

intenso, no considerándola como una oportunidad perdida, sino como una ganancia positiva para una vida más tranquila, más culta y menos contaminada.

Por otra parte, están las dificultades de que Alemania pueda de inmediato con las instituciones económicas con las que cuenta, practicar la política expansiva que todos los occidentales solicitan de ella. El Bundesbank es una autoridad afirmada constitucionalmente en su papel de mantener a toda costa el valor del marco y el servicio a esa estabilidad, no embarcándose en una política expansiva, está dispuesto a desempeñarlo con convicción germánica el Gobernador del Bundesbank.

A la otra arma expansiva, la política fiscal, y a las actuaciones de ella solicitadas (la reducción de los impuestos), se le oponen las dificultades de su larga tramitación, en cuanto que la intervención de los distintos poderes del Estado forman parte del proceso de reforma tributaria en Alemania. Una reforma tributaria solicitada con intensidad hoy, no solamente desde fuera, sino desde dentro de Alemania (la Comisión llamada de los Cuatro Sabios ha pedido recientemente al Gobierno Federal la anticipación de la reducción impositiva programada para 1989).

A la vista de esta situación, cabe concluir que no va a resultar sencillo obtener la cooperación internacional que tanto se solicita en la actualidad, porque esa cooperación supone, no solo cambios legislativos o administrativos: afecta a la forma de vida de dos sociedades y éstas formas de vida no se cambian en dos días, ni en dos meses, ni en dos años. Es claro, sin embargo, que si esa cooperación internacional no se obtiene, los desequilibrios económicos mundiales continuarán, y con ellos, el peligro de una recesión de la actividad económica.

Puede concluirse, por tanto, que cuando se contemplan con rigor las tres alternativas en las que se debate el drama del futuro económico occidental, las soluciones simplistas no están al alcance de la mano. Una economía mundial no se desequilibra sin causas profundas y los tres problemas que hoy mantienen los desequilibrios de la economía mundial y amenazan su futuro no constituyen consecuencias de premisas fácilmente eliminables. Son producto de actitudes y formas de vida que es tan importante como largo de cambiar.

### Las consecuencias inmediatas de la crisis bursátil.

La caída de las cotizaciones en las bolsas mundiales plantea el problema de valorar el coste inmediato de sus efectos sobre el desarrollo económico occidental. Hay que reconocer que los costes de esa crisis no son, desgraciadamente, reducidos. Las pérdidas de 4.000 dólares por habitante que ha significado la crisis bursátil de los Estados Unidos y las pérdidas de menor entidad, pero muy elevadas en otros países, implican que la economía mundial no va a estar en 1988 en las mismas circunstancias en que se encontraba antes del 19 de octubre.

Dos son los frentes en los cuales todas las observaciones han venido insistiendo como más importantes: 1º. La caída en el consumo privado, producto del efecto riqueza negativo, o efecto empobrecimiento que supone para las familias la pérdida de las cotizaciones de sus valores. Ciertamente que esa pérdida de riqueza ha sido potencial, pues no se había realizado, pero cierto también es que el efecto-riqueza constituye una de las variables que condicionan la propensión al consumo familiar. Ese efecto-riqueza puede revestir particular importancia en Estados Unidos, país en el que un 20 % de la riqueza de las familias se mantiene en forma de acciones. Una estimación generalizada de esos efec-

tos-riqueza ha sido la de concretar en torno a 1,5 a 2 puntos la caída del consumo de las familias. Una cifra que varía radicalmente las expectativas de crecimiento para 1988, fijadas casi en ese valor. 20. La pérdida de confianza de las empresas que puede afectar a sus expectativas de inversión. Un efecto de difícil cuantificación, pero que en todo caso, no va a ayudar a que 1988 sea un año brillante.

Esos efectos negativos e inmediatos de la crisis podrían contrarrestarse si las políticas occidentales ofreciesen un ejemplo de diligencia en el tratamiento de los problemas de fondo que antes se han expuesto. Y es aquí donde se destaca la gran incertidumbre fuente de todas las preocupaciones actuales: la pérdida de liderazgo de los Estados Unidos y su incapacidad de definir una política coherente en estos últimos tiempos. Si los políticos que lideran la economía mundial continúan sin ofrecer testimonio de que son capaces de afrontar constructivamente los problemas que plantean los desequilibrios, el futuro económico caerá del lado de la recesión. Quizás sea este temor la única esperanza para que la voluntad política responda a las necesidades de las economías de occidente.