

LA ECONOMIA MUNDIAL DESPUES DEL 19 DE OCTUBRE

LA ECONOMIA MUNDIAL DESPUES DEL 19 DE OCTUBRE

Enrique Fuentes Quintana.

La caída bursátil y el "efecto Pigou".

La preocupación que ha dominado en las distintas economías occidentales que forman parte de la O.C.D.E. durante el último mes es la de las consecuencias que, sobre la economía real, tendrá la caída bursátil que iniciada en Nueva York el 19 de octubre se ha extendido con velocidad electrónica a todos los mercados mundiales. La crisis bursátil de octubre será conocida como una crisis programada por ordenador que ha agudizado la baja de las cotizaciones y ha demostrado clamorosamente -por vez primera- la existencia de ese fenómeno que domina en los mercados financieros de nuestro tiempo y que se conoce bajo el nombre de su internacionalización o globalización.

El mundo es hoy un único mercado bursátil en el que las cotizaciones comienzan en la mañana en Europa, siguen en Wall Street en la tarde y se cierran en la noche y madrugada en Tokio. Incluso las pequeñas Bolsas -como las españolas- no pueden permanecer ajenas a esta corriente internacional. No existen paraísos bursátiles aislados en el mundo contemporáneo.

La fuerza de la caída de las cotizaciones bursátiles de octubre ha sido contrariada por los hechos posteriores y las Bolsas no han recuperado la pérdida de su tono vital en octubre. Se dice con verdad, que el truismo de que "las Bolsas bajan porque bajan" o el contrario de que "suben porque suben" encierra más explicaciones de los hechos que las que podían presumirse. La baja bursátil de octubre registra una inercia a la baja de la que será muy difícil salir y la recuperación de las cotizaciones tardará mucho tiempo en llegar. Por de pronto, hoy se ha impuesto en todas las Bolsas de Valores un clima nuevo en el que las carteras de los inversores están dominadas por tres

tendencias: 1a) Recomponer los activos con una participación mayor de los títulos de renta fija, dotados de liquidez. 2a) La desconfianza hacia las inversiones en valores de renta variable y la orientación hacia la composición de éstas por los fundamentales, ésto es, por la adquisición de valores sólidos en su rentabilidad y en la solvencia de las entidades emisoras ("blue chips"). 3a) La permanencia o bloqueo de las carteras ya que pocos son los que desean registrar efectivamente las pérdidas nominales de los valores cuya cotización ha caído en la espera y en la confianza de que nuevos vientos de recuperación eleven los bajos precios actuales.

Unas Bolsas de valores gobernadas por esas tendencias crean no solo un clima de incertidumbre sino también un clima de pesimismo económico. ¿Qué empresa va a realizar emisiones de títulos para colocarlas en un mercado escarmentado y reacio a levantar sus valores?. Por otra parte, las familias que han sufrido pérdidas en sus títulos, ¿no disminuirán su consumo para ajustarle a la menor riqueza potencial con la que hoy cuentan ante la caída de sus valores?. Esta decisiva pregunta (que afecta a la vitalidad del motor más potente de una economía nacional, pues equivale en España al 63% del total del gasto) se ha contestado por los economistas reivindicando la importancia del "efecto Pigou", así denominado por haber sido este economista británico el primero en reconocer las consecuencias de la riqueza poseída por las familias como condicionante de su gasto. Las variaciones del patrimonio familiar -se afirma- condicionan el consumo. Y la caída de la cotización de la cartera de valores ha supuesto para las familias un empobrecimiento, tanto mayor cuanto mayor sea la cartera de valores poseída. Es claro que en los países en que esa cartera tenga poca importancia el efecto empobrecimiento será poco importante, pero en las familias americanas un 20% del patrimonio familiar se conserva en

forma de valores mobiliarios y como la pérdida de las cotizaciones ha supuesto en Estados Unidos nada menos que un 20% del PIB, esa pérdida -se pronostica- reducirá su consumo futuro. Igual sucede en otros países europeos -y desde luego en España- en que esas pérdidas se estima que ascienden a 2 billones de pesetas. ¿En cuánto afectará esa pérdida de la riqueza familiar al consumo?, constituye una pregunta abierta a todas las especulaciones posibles. Hay incluso quienes no admiten esa pérdida potencial como pérdida efectiva puesto que ese empobrecimiento aún no se ha realizado. Sin embargo, los más piensan que ese hecho influirá en el consumo, disminuyendo su crecimiento en valores próximos a 1 punto del consumo y entre 0.2 y 0.3 puntos del consumo en los países europeos en el próximo año. Teniendo en cuenta que esa caída del consumo familiar influye en las inversiones y en el comercio exterior, la incidencia total sobre el PIB sería de 0.5 a 0.7 puntos en Estados Unidos y de 0.3 a 0.5 en Europa.

La discusión de los efectos de la caída bursátil sobre el consumo no debe monopolizar el análisis de sus consecuencias. Porque es su efecto -imposible de valorar- sobre la confianza empresarial el que puede alcanzar mayores dimensiones. Del mercado de valores partirá, pues, la primera fuerza contractiva sobre el desarrollo económico de los distintos países en el futuro inmediato.

La caída del dólar y sus consecuencias.

Con todo, se admite hoy, ese efecto empobrecimiento de la caída bursátil sobre el consumo familiar y sus consecuencias sobre el mal clima creado para las empresas no constituyen los

Únicos factores negativos en el actual panorama económico. Porque las Bolsas de Valores han sufrido una crisis muy relacionada con la crisis registrada en el mercado de cambios en los que la caída del dólar, la subida del marco, del yen y otras monedas europeas (entre ellas la peseta) está poniendo en peligro las exportaciones nominadas en dólares que no resultan competitivas. Es ya dramática la situación de las empresas exportadoras españolas a las que está marginando de los mercados la caída del dólar registrada. Pero en esa misma situación, se encuentran las empresas europeas y japonesas que ven dificultados sus envíos a mercados exteriores y en particular, al mercado estadounidense. Aquí existe un factor depresivo importante sobre la actividad económica actual y futura y una amenaza potencial para los mercados bursátiles pues éstos registrarán nuevas caídas si las exportaciones caen y la producción real con ellas.

Los tres escenarios decisivos.

Preguntarse, por tanto, por el futuro inmediato de esos dos mercados -el de valores y el de cambios- equivale a preguntarse por el futuro de la economía mundial, porque si esos dos mercados experimentan caídas bruscas, la producción y el desarrollo económicos caerán con ellos. ¿Qué es lo que ha determinado las caídas registradas en esos mercados?. La respuesta obvia y rotunda de los que en ellos operan es que las cotizaciones del dólar han caído y la cotización de los valores también, como consecuencia de la falta de credibilidad de las medidas de política económica adoptadas para combatir los problemas que les afectaban. Los ojos de los operadores en esos mercados han estado puestos en la credibilidad de las medidas adoptadas en tres escenarios desde los que puede adivinarse el futuro económico:

10. En el déficit público americano cuya reducción constituye una condición indispensable para evitar el crecimiento de los tipos de interés y favorecer la continuidad del desarrollo económico en Estados Unidos.
20. La coordinación de las políticas económicas del Grupo de los Tres: Estados Unidos, Japón y Alemania Occidental. Por mucho que nos moleste a quienes no formamos parte de esos grupos políticos, es evidente que los demás países no contamos. Solo si Estados Unidos se decide a tratar su déficit público y Alemania y Japón practican políticas expansivas, nuestra producción podrá sostener su crecimiento. Si no lo hacen, la demanda y el comercio mundial caerán y con ellos, la producción, la renta y el empleo en todos los países occidentales.
30. Es preciso fijar una paridad nueva de las monedas apoyadas en los datos de las diferentes economías, cambios que se sostengan no por intervenciones masivas de los bancos centrales, sino por el convencimiento de los mercados de que los puntos anteriores (10 y 20) se cumplen.

Por tanto, preguntarse por el futuro económico, equivale hoy a demandar respuestas a tres cuestiones diferentes: ¿Está reduciendo real y creíblemente Estados Unidos su déficit público estructural?. ¿Están expansionándose suficientemente las economías superavitarias de Alemania Occidental y Japón?. ¿Se está consiguiendo una paridad creíble del dólar apoyada en las medidas anteriores?.

Durante el último mes, los políticos han actuado en esos tres frentes. Se ha producido una negociación entre el Presidente y el Congreso para disminuir el déficit público americano. Alemania ha variado su gesto adusto y ha movido su política monetaria y fiscal. Japón ha relanzado su actividad por medidas de política monetaria y política fiscal y ha comenzado a abrir su hermético mercado a los productos extranjeros. ¿De manera suficiente en todo ello o con decisiones cortas que los mercados de cambios y valores han estimado decepcionantes?. Tratar de ofrecer una respuesta valorativa a esa fundamental pregunta constituye el propósito de los escritos e informes que se le ofrecen al lector seguidamente.

Ordenomóslas por las tres cuestiones que se plantean.

El déficit público norteamericano: una actuación insuficiente.

La Ley Gramm-Rudman-Hollings programaba una reducción gradual del déficit para llegar en 1.993 a un equilibrio presupuestario. Esa Ley establecía unos recortes anuales del déficit de carácter automático que debería ordenar el Presidente de forma proporcional en los gastos civiles y militares de los Estados Unidos, si no se llegaba a un acuerdo previo con el Congreso que hiciera más racional el recorte del Presupuesto, bien reduciendo los gastos o bien elevando los impuestos. Se ha conseguido proponer, tras una ardua negociación, una reducción del déficit público para el año fiscal de 1.988 de 30.000 millones de dólares que el Congreso de los Estados Unidos deberá aprobar o denegar el 16 de diciembre. No existe claridad en cuanto se recortará el déficit para 1.989.

Las cifras disponibles del recorte del déficit se han considerado insuficientes por distintos observadores. A este respecto, ofrecemos al lector:

- * Dos opiniones de la prensa internacional sobre esa reducción presupuestaria: la del "Financial Times", El déficit fiscal y la evolución del dólar y un ácido comentario editorial del periódico francés "Le Monde".

- * Un juicio crítico del antiguo Jefe de los Asesores Económicos de Reagan, el prestigioso economista de Harvard Martin Feldstein, contenido en el artículo El juego de manos presupuestario y el sostenimiento del dólar, publicado en "The World Street Journal".

Esos comentarios críticos han precedido al veredicto final de los mercados. Estos no han creído en las medidas de ajuste presupuestario de Estados Unidos y lo han sancionado con una caída del dólar y de las cotizaciones.

No parece existir si nos atenemos a su actuación sobre el déficit público voluntad política ni capacidad de liderazgo en Estados Unidos para desempeñar el papel que exigiría su gestión de los problemas de la economía mundial. Los Estados Unidos no parecen dispuestos a vivir con sus propios medios. Gastan más de los que tienen y exportan el problema de su déficit sobre la economía mundial. Esa preocupante situación de dimisión de un liderazgo mundial a qué responde la conducta del Presidente Reagan en el campo económico ha motivado el comentario crítico de Roger C. Altman, que bajo el título El héroe de Reagan habría atacado la crisis de frente, le dirigía desde las

páginas del "New York Times" y que se ofrece al lector tras este trabajo.

El papel compensador de Alemania Occidental y sus limitaciones.

De Alemania ha pedido la opinión de los técnicos y de los políticos occidentales un papel compensador que, relanzando su potente economía, devolviese al comercio y a la demanda mundiales la energía y el gasto necesarios. Motivos sociales y políticos internos a los que nos referíamos en nuestro comentario en el número anterior de "CUADERNOS" ("La economía mundial entre la crisis bursátil y la recesión económica") han llevado a Alemania Occidental a una dimisión escandalosa en el desempeño de ese papel activo de importancia decisiva para el bienestar económico mundial. Por su horror a los peligros de la inflación y por su antipatía a una política de desarrollo económico más intenso que reclamaría la inmigración de fuerzas de trabajo, Alemania Occidental no ha estado dispuesta a hacer lo que el mundo le ha pedido.

En esa opinión valorativa del comportamiento alemán no estamos solos y, como testimonio de ello, se ofrece al lector el largo trabajo publicado en el semanario americano "Business Week", bajo el título En espera de que Alemania actúe.

¿Pero es qué acaso Alemania no ha actuado ya?. Así lo creen sus autoridades después de que en la pasada semana Alemania adoptase un conjunto de medidas para relanzar la inversión en forma de préstamos adicionales y que el Bundesbank rebajara su tipo de descuento para préstamos al sistema bancario con garantía de valores. Esas decisiones no se han valorado desde fuera

de Alemania como suficientes. Los comentarios de la prensa internacional a estas decisiones así lo prueban. El lector las tiene disponibles en el trabajo ¿Reactivación en Alemania? que le ofrecemos tras este análisis.

Si Estados Unidos ha dimitido con sus decisiones del liderazgo de la gestión de la economía mundial, la dimisión de Alemania no es menos espectacular. Su corta tasa de desarrollo económico interno en este ejercicio (1.5% del PIB), la más baja de los países europeos, constituye un testimonio de esta conducta que si se prolonga hacia el futuro correrá el riesgo de acumular gigantescas reservas que obligarán a apreciar aún más su divisa y a dificultar su futura expansión.

Japón: Algo ha cambiado.

Otra gran economía con superávit -el Japón- ha actuado con diligencia opuesta a la pereza alemana. Ha adoptado una política fiscal expansiva reduciendo la imposición y aumentando el gasto en obras públicas. La política monetaria ha sido, asimismo, expansiva. Su propio crecimiento económico en 1.987: 3.5% del PIB, superior al de la C.E.E. y Estados Unidos, es una garantía de un mayor gasto interno y para 1.988 ese desarrollo parece que continuará. Sin embargo, la principal debilidad japonesa está en su poco hospitalario trato de las mercancías importadas de otros países que exigen reformas estructurales profundas, entre las cuales la liberalización de los intercambios de los productos agrícolas resulta fundamental. Esas reformas que suponen la apertura del mercado agrario se han iniciado pero chocan frontalmente con los intereses de los productores japoneses por afectar -según afirman- al empleo en la agricultu-

ra. Las importaciones de arroz y de otros productos -legumbres, patatas y productos lácteos- impuestas por una decisión reciente del GATT prueban, con su reticencia a aceptarlas, la existencia de barreras comerciales que impiden que los aumentos del gasto interno japonés se traduzcan en mayores demandas exteriores. Es en esa línea en la que Japón debería actuar para contribuir a lo que la cooperación internacional le demanda en el momento presente.

La caída del dólar y la atonía bursátil: Dos consecuencias de la falta de la política económica necesaria.

Ese panorama que han presentado, desde la crisis bursátil del 19 de octubre, los escenarios desde los que se decide el futuro de la economía mundial no puede sorprender que haya motivado la reacción decepcionada y violenta de los mercados de cambios y la atonía bajista que domina los mercados de valores. Stephen Marris ha afirmado con razón que "la situación -triste situación- que hoy padecemos no es otra cosa que una carrera entre lo que hagan los políticos y lo que hará el mercado. Si los políticos no avanzan hacia la coordinación, lo harán los mercados y no lo harán de forma grata, porque las reacciones de los mercados tienden a exagerar y a imponer resultados costosos". Esos resultados costosos son los que hoy se están pagando en todas las economías occidentales en forma de menor crecimiento de la producción, más paro y menos bienestar.

Hacia una recesión en 1.988... y 1.989.

Si los datos de la economía mundial no cambian en el futuro inmediato, las tasas de desarrollo económico se irán deslizando

hacia un peligroso estancamiento. Estados Unidos registrará, en primer término, esa pérdida de vitalidad económica que se trasladará a Europa y de Europa a España. La reciente reunión de la O.C.D.E. presentó las estimaciones de las principales variables económicas realizadas antes de la crisis bursátil de octubre. Como puede comprobarse por sus valores -que se ofrecen tras este trabajo- las realizaciones previstas eran ya modestas y esas realizaciones se verán disminuidas por la caída de valores en el mes de octubre. Pero esa crisis de los mercados de valores está lejos de haberse cerrado, por lo cual en el próximo año nos adentraremos en aguas profundas de incertidumbre e inestabilidad en las que el gran peligro de una caída brutal del dólar podría registrarse con sus negativas y temidas consecuencias sobre la economía de todos los países.

El comportamiento de la economía española en el contexto crítico de la economía mundial.

España va a cerrar este año 1.987 con unas realizaciones excepcionales. Su tasa de desarrollo económico se situará en el 4% compitiendo en sus valores con Portugal como las más elevadas de la C.E.E. Todos los sectores productivos presentan tasas de crecimiento económico vigoroso: producción final agraria del orden del 6%, producción industrial por encima del 4%, la tasa de la producción de servicios es difícil que caiga por debajo del 4%. El gasto nacional también está registrando tasas elevadas que justifican los incrementos de la producción. El consumo privado se ha sostenido durante el año al nivel del 4% y el público no bajará del 6%, mientras la inversión ha batido todos los récords anteriores creciendo a tasas reales del orden del

12%. El equilibrio exterior a pesar de la deficitaria balanza comercial, se mantendrá con un superávit de la balanza por cuenta corriente del orden de los 2.000 millones de dólares. La inflación -medida por el IPC- puede cerrar el año con 5.2% mientras el empleo continuará aumentando en más de un 2%, al mismo tiempo que el paro lo hace por la elevación de la población activa.

Esos resultados que componen un año en verdad extraordinario -juzgado por la pauta de los años anteriores vividos desde la crisis- resultarán crecientemente difíciles de sostener en 1.988. No es concebible que España se aisle de los peores resultados que amenazan a la economía europea. En estas circunstancias, pocas actitudes serán más necesarias que las de la reflexión y la racionalidad en quienes interpreten la política económica del país. La única urgencia admisible es la de evitar la adopción de medidas carpetovetónicas de aislamiento del exterior o de relanzamiento suicida del gasto interno. Los criterios de política económica que han informado las medidas en el pasado reciente tendentes a afianzar pacientemente los equilibrios de la economía y a practicar las políticas de ajuste positivo con aumento de la competencia y la flexibilidad del sistema económico, serán más necesarias que nunca por mucha que sea su impopularidad. Porque esas decisiones son las únicas que pueden garantizarnos un futuro económico viable.