

SABER LO QUE NOS PASA

Tres opiniones

1988 ha recogido una pesada herencia económica. Cuatro son sus principales pasivos:

* la crisis bursátil abierta el 19 de octubre que ha ocasionado pérdidas importantes en todo el mundo occidental (sólo en Estados Unidos las pérdidas han alcanzado 4.000 \$ por habitante, casi la renta per capita española) y ha abierto sobre todo una etapa de incertidumbre hacia el futuro. Nadie sabe responder hoy con solvencia a las dos preguntas clave que realizan todos los que tienen algunos ahorros en la Bolsa o quienes les preocupan las consecuencias de su caída: ¿Por qué la caída tan drástica de las cotizaciones en octubre? ¿Hacia adonde va la bolsa, se mantendrá, subirá o caerá de nuevo?

* la caída del dólar, asociada a la caída de las cotizaciones bursátiles de las que ha sido heraldo en los últimos tiempos. ¿Volverá a caer el dólar después del reciente acuerdo del grupo de los 7 para sostener sus cotizaciones? ¿De qué depende la marcha azarosa de la cotización del dólar? ¿Cómo se debería actuar para fijar una paridad estable del dólar respecto de las distintas divisas?

* el temor generalizado a que la situación de incertidumbre hoy dominante pueda dar paso en 1988 a una desaceleración en las tasas de crecimiento económico (recesión) o aún peor, a una depresión económica semejante a la de 1929 que podría esperar 60 años después de aquella fecha a la economía mundial: en los finales del 88 para operar de lleno en 1989. ¿Tienen fundamento esos presagios?

* la falta de entendimiento en la política económica occidental. Un asunto éste de tres países (Estados Unidos, Alemania Occidental y Japón) porque los demás contamos poco. La coordinación económica entre estos tres países se ha pedido con insistencia en 1987 y se ha proclamado como lograda en todas las reuniones y acuerdos internacionales.

Pero todo han sido buenos deseos e inútil prosa retórica. Ni los Estados Unidos ha definido una política coherente y rigurosa que pide su disparatado consumo interno, el crecimiento de su gasto público y de su déficit presupuestario; ni Alemania Occidental ha introducido medidas que avalen un crecimiento mayor de su economía (con aumentos de su demanda y con reformas que flexibilicen su sistema económico), ni Japón ha aumentado su corta hospitalidad para las mercancías extranjeras, ni ha reformado sus prohibitivos aranceles y otros obstáculos que frenan la importación, ni ha escuchado los consejos reformadores de su rígida estructura productiva (fundamentalmente la agraria) que contiene el informe Maekawa. Y finalmente los tres países parecen incapaces de establecer una paridad estable del dólar que disminuya los desequilibrios insostenibles del comercio mundial.

Ninguno de los tres países que tanto condicionan la actividad económica de los demás ha cumplido lo que dicen los comunicados de sus reuniones que van a hacer o están haciendo. La decepción profunda de los mercados de cambios y bursátiles ante estas actitudes la han acusado en 1987 y pueden volver a hacerlo en 1988.

Esa pesada herencia de 1988 parece sumirnos en una preocupada incertidumbre que va a dominar el transcurso del año.

Contar en esa situación incierta con opiniones solventes sobre lo que nos pasa o pueda pasarnos constituye un punto de apoyo con el que recorrer con más conocimiento de causa los días duros del incierto 88.

Radio Suiza en su emisión en italiano obtuvo directamente esas opiniones solventes que procedían de tres grandes economistas actuales: dos premios Nobel, James Tobin y Paul Samuelson, y otro que aún no lo es, pero que para muchas opiniones merecería serlo: Karl Brunner.

Esas valiosas opiniones difundidas por la emisión radiofónica "Speciale Sera" de Radio Suiza en italiano fueron transcritas por el periodista italiano Alfonso Tuor y publicadas en la prensa económica especializada ("Mondo Economico").

Creemos que esas tres opiniones interesarán a nuestros lectores y por este motivo se las ofrecemos a continuación en la seguridad de que en ellas se encuentra reflejada la mejor crónica de la economía internacional en el momento presente.

Entrevista con James Tobin

REAGAN DEBE DECIDIR INMEDIATAMENTE UNA SUBIDA DE LOS IMPUESTOS

¿Cuáles han sido las causas de la caída de Wall Street?

No se sabe qué es lo que provoca cambios de un día al siguiente en los mercados de valores --responde James Tobin--. No hubo nada de particular que justificase esa diferencia de valoración de los capitales de las empresas estadounidenses y del resto del mundo: no es que ese día valiesen un 25 ó un 30 por ciento menos que en las semanas o en los meses anteriores. El hecho es que no se puede saber por qué pasa algo así. Muchos buscan explicaciones racionales a posteriori, pero no se puede estar seguro.

Pero ¿usted no cree que la caída de Wall Street se haya debido al desfase que se estaba produciendo entre las finanzas y la economía real?

Creo que había, desde luego, problemas de ese tipo, pero que no eran más graves en ese día o esa semana concretos de lo que venían siendo en los últimos años: de modo que no veo en eso una causa particular de la caída de ese día. La economía mundial tiene bastantes problemas, pero los seguiría teniendo independientemente de la caída de las Bolsas.

¿Una muestra de esa discrepancia entre las finanzas y la economía real era el hecho de que tanto Wall Street como las restantes Bolsas estuvieran sobrevaloradas?

No está claro que Wall Street estuviera demasiado sobrevalorada. Durante muchos años la cotización de los títulos estadounidenses ha estado más bien infravalorada, y el boom registrado en la Bolsa en los dos años últimos no había hecho sino volver a situar las cotizaciones

en el nivel de hace dos decenios, a finales de los años sesenta.

Si examinamos la relación entre el valor actual de las acciones y el coste de sustitución de los medios de producción de las empresas, veremos que la cotización actual de los títulos es demasiado baja: el resultado de la caída es que en estos momentos el mercado está valorando el patrimonio de las empresas en mucho menos de lo que costaría reconstituirlo, por ejemplo en el mercado de materias primas.

¿Usted sugeriría a los inversionistas pequeños y medianos que invirtieran ahora en la Bolsa de Nueva York?

No, a los pequeños inversionistas no les sugiero nada: iyo mismo no sé qué hacer! Creo que nadie está en condiciones de predecir las variaciones de la Bolsa de un día a otro, ni de un mes a otro ni de un año a otro.

La mejor hipótesis es la de que la situación se mantenga más o menos como está. Y, en cualquier caso, no es que un día cualquiera se pueda hacer dinero adivinando si la Bolsa va a subir o bajar: si fuera posible, ya habría subido o bajado. El mercado, por lo tanto, no se presta a frases del tipo de: "Como ha bajado, es el momento de comprar", o "Como ha subido, es el momento de vender".

¿Han sido suficientes los ajustes de estos últimos días, o tampoco los niveles actuales del mercado reflejan la relación real entre el rendimiento y la cotización de los títulos?

Cuál deba ser esa relación en la Bolsa estadounidense depende de los tipos de interés de las obligaciones y de los créditos bancarios. Ahora esos tipos están bajando, lo cual debe favorecer al mercado. Uno de los motivos del descenso de la Bolsa ha sido el alza de los tipos de interés, sobre todo a largo plazo. Ahora esos tipos han bajado, el Banco central estadounidense ha adoptado una actitud menos dura tras

el descenso de la Bolsa: y para la Bolsa es una buena noticia que los tipos de interés no estén tan altos como antes ni tiendan a subir. Yo espero que la Reserva Federal prosiga en esa línea, porque lo que hace falta son tipos de interés bajos, tanto para los Estados Unidos como para la economía mundial en general.

A propósito de los tipos de interés, hay una opinión generalizada de que la caída ha venido precisamente de la disputa que ha enfrentado en ese terreno a los Estados Unidos y Alemania. ¿Está usted de acuerdo?

Bueno, ha sido una disputa modesta, desde luego no de dimensiones suficientes para desencadenar la caída cataclísmica de los precios que se ha producido en la Bolsa. Se discutía por una elevación de los tipos en Alemania, pero una elevación ligera. El gobierno estadounidense querria, ha querido siempre, que el alemán redujese los tipos de interés, pero no por una diferencia enorme. Este desacuerdo entre Bonn y Washington viene de muy atrás, no data de hace dos semanas. A mi juicio, el acuerdo alcanzado entre los Estados Unidos, Alemania, el Japón y los restantes países más importantes, el llamado acuerdo del Louvre, para mantener el dólar a los niveles de este último año, ese acuerdo ha sido un gran error, y yo ahora me alegro que se deje bajar más al dólar.

Entonces, ¿el dólar debe seguir bajando?

El dólar debe bajar más, porque de otro modo no podremos reducir lo bastante el déficit de la balanza comercial que sufren los Estados Unidos en sus operaciones con el resto del mundo. La única manera posible de evitar una recesión, aquí en los Estados Unidos, es reducir los tipos de interés, y una reducción de los tipos de interés significará que el dólar siga cayendo, con la consiguiente mejora del

déficit comercial. Será una estímulo de la demanda que nos ayudará a alejar el peligro de una recesión. Unos tipos de interés más bajos significarán, además, más inversiones en los Estados Unidos.

¿Hasta dónde debe bajar el dólar?

Es difícil dar una estimación precisa, pero otros economistas que han tratado de calcular la caída necesaria han hablado de una reducción del 25 ó del 30 por ciento del valor del dólar con respecto al marco y al yen. Uno de los problemas, naturalmente, está en que los países europeos parecen decididos a tener estancada su economía. Los americanos sencillamente no entendemos que Europa pueda encaminarse al final de los años ochenta con un desempleo de dos cifras (de hecho es así, en casi todos los países).

Y, sin embargo, se oye a los alemanes hablar de riesgo de inflación, cuando en su caso la inflación es nula, y su economía está tan estancada que ciertamente podrían permitirse estimular la demanda, facilitando asimismo la expansión de los otros países que están próximos a Alemania en el sistema monetario europeo. También el Japón tendría un amplio margen para aumentar la demanda. Una posible expansión contribuiría a equilibrar el comercio entre Norteamérica y el resto del mundo, pero estos países no parecen desearla. La única forma de cuadrar nuestras cuentas, por lo tanto, es seguir devaluando el dólar.

Pero una mayor devaluación del dólar podría reducir la afluencia a los Estados Unidos del capital extranjero necesario para financiar las inversiones y el déficit.

No, eso no es verdad: una mayor devaluación haría más probable una recuperación futura del dólar, y eso contribuiría a dirigir fondos a los Estados Unidos. La única otra manera de atraer capital sería

elevant los tipos de interés: cuando casi todos los inversionistas piensan que el dólar está demasiado alto y va a bajar, precisamente entonces es cuando, para disipar el temor a una inflexión, hacen falta tipos de interés elevados.

Si, por el contrario, el dólar baja mucho, se considerará improbable que siga cayendo, y se esperará una recuperación; sin que los tipos de interés sean altos, eso atraerá a América nuevos capitales. Este último es el único camino que podemos tomar; el otro sería suicida para los Estados Unidos.

¿La caída del dólar es resultado de una decisión estadounidense, o de un acuerdo concertado entre Washington, Tokio y Bonn?

Supongo que está dirigida. No lo sabemos exactamente, pero parece que los Bancos centrales siguen interviniendo en el mercado de divisas, aunque en medida insuficiente para impedir que el dólar baje.

Que el dólar está sobrevaluado lo demuestra el hecho de que sólo a fuerza de intervenciones masivas de los bancos centrales se haya podido mantener la moneda americana dentro de la banda acordada en el Louvre: en este año los bancos centrales han comprado dólares, con otras divisas, por un total de 90.000 ó 100.000 millones.

El actual déficit estadounidense está financiado en su mayor parte por los bancos centrales, no por los inversionistas privados: eso demuestra que el valor del dólar es demasiado elevado y debe poder bajar. Qué tipo de comunicación haya habido en los últimos días entre las autoridades estadounidenses y las alemanas y japonesas, eso sencillamente lo ignoro.

Volvamos a la caída de Wall Street. ¿A quién hay que culpar de lo ocurrido en los mercados de valores y de divisas, a la llamada Reaganomics?

Yo no acuso a la economía de Reagan de lo que ha sucedido en el mercado de valores. ¡La Bolsa no es un casino racional y previsible! Es simplemente un casino, y lo que pasa en un casino no se puede atribuir racionalmente, lógicamente, a causas particulares: por lo tanto, yo no le echo la culpa a la Reaganomics. ¡Es verdad que la considero responsable de muchos problemas! Es culpa suya que tengamos un fuerte déficit de la balanza comercial; es culpa suya que tengamos también un fuerte déficit del presupuesto federal, que está en relación con el déficit comercial; es culpa suya que como nación estemos ahorrando e invirtiendo tan poco de cara al futuro, acumulando deudas que serán onerosas para nuestros hijos y nuestros nietos.

Así que yo le atribuyo muchos errores a la administración Reagan, pero no la hago culpable de jornadas particulares y desafortunadas para el mercado de valores. En cuanto a los tipos de cambio, el error de partida fue adoptar en 1981 una política presupuestaria que, al imponer a la Reserva Federal tipos de interés elevados, ha atraído capital extranjero hacia el dólar, con lo que la moneda estadounidense ha sufrido una fuerte apreciación. Esa apreciación ha originado un enorme déficit comercial, y, una vez creado ese déficit, es difícil eliminarlo, aunque desde entonces el dólar haya bajado. Por lo tanto, nos queda todavía mucho camino por recorrer.

Como he dicho antes, es probable que el dólar tenga que bajar todavía bastante para reducir el déficit a dimensiones razonables. La Reaganomics tiene una gran responsabilidad en este terreno. La verdad es que la administración Reagan ha respondido muchas veces a las críticas diciendo: "¿De qué os lamentáis? ¡Mirad a la Bolsa! A la Bolsa le gusta nuestra política." Ahora, en cambio, parece que no le gusta ni a la Bolsa. Lo que ha pasado ha echado por tierra esa línea

de defensa de la Reaganomics.

¿Hay razones para pensar en otro octubre negro como el de 1929, o es imposible que se repita aquella situación?

Bueno, sí, es posible una nueva depreciación de las acciones, qué duda cabe. La cuestión está en que las cotizaciones de Bolsa son el resultado de las acciones de muchos individuos, de muchos agentes que no son todos racionales, y que ante todo están atentos no al valor real de las acciones, sino a lo que piensan los demás, sus colegas en el campo de la inversión: cada uno pretende ser más pillo que los demás, es lo normal en un mercado como el bursátil.

Si esto es así, puede ocurrir de todo: la Bolsa puede bajar más, pero también subir y recuperar gran parte de lo perdido. No cabe, pues, decir nada sobre si se puede volver o no a la situación del 29. Por otra parte, la pérdida que hubo el lunes 19 de octubre fue ya mayor, en términos porcentuales, que la del día correspondiente de 1929. Ahora muchos creen que la caída del 29 fue la causa de la Gran Depresión de los años treinta, pero la mayor parte de los economistas, de los historiadores de la economía, no está de acuerdo.

Tras la caída de la Bolsa, en efecto, hubo una recesión, y bastante seria, pero ése era un fenómeno relativamente normal dentro de la serie de ciclos coyunturales que el país venía atravesando habitualmente en los decenios anteriores. La gran depresión, por lo tanto, aún se habría podido evitar hasta los acontecimientos económico-financieros de 1931, hasta los errores concretos que entonces se cometieron.

Es decir, no es cierto que la caída de la Bolsa en 1929 hiciera inevitable la Gran Depresión; no es cierto, al menos, para la mayoría de los economistas. Y tampoco es cierto que la caída de 1987 haga

inevitable otra depresión, y ni siquiera una recesión, sino que una vez más eso dependerá de la actitud que adopten las autoridades competentes.

¿Y qué consecuencias tendrá esta caída para la economía estadounidense: habrá una contracción, una recesión?

El impacto inmediato de la bajada actual es éste: los propietarios de acciones, sean americanos o extranjeros, por fuerza deben considerarse menos ricos, y en grado sustancial, si el proceso se invierte. Como ya he apuntado, en total habrán perdido entre 500.000 millones y un billón de dólares. Algunos, además, serán menos solventes porque contaban con el valor de las acciones para hacer frente a sus deudas. Es decir, se van a ver en apuros a consecuencia de la caída. Estas personas menos ricas, y en particular las empresas y las personas físicas menos solventes, podrán sencillamente gastar menos en bienes de consumo: las empresas gastaran menos en inversión. Ahora bien, al reducirse la relación entre rendimiento y cotización de las acciones, en la práctica cuesta más captar capital para inversiones, si se trata de capital en acciones, y esto incide negativamente en la demanda de bienes y servicios (lo mismo en los Estados Unidos que en el resto del mundo, porque los mercados son internacionales). El que un recorte semejante del gasto desencadene o no una recesión dependerá de las respuestas de los Bancos centrales. Yo creo que para evitarlo serán necesarios tipos de interés más bajos que los vigentes hasta ahora. Hay que señalar que la Reserva Federal se ha movido ya en esa dirección. Los tipos de interés estadounidenses han bajado, sea por decisión de la Reserva Federal, sea porque los inversionistas, asustados por lo que estaba pasando con sus acciones, han comprado obligaciones masivamente, y con ello las han hecho subir

de precio.

Y la administración Reagan y el Congreso, ¿qué deben hacer para restaurar la confianza?

Yo pienso que lo mejor que pueden hacer es llegar a algún acuerdo sobre el futuro de nuestro déficit. Que de repente, hoy mismo, haya nuevos recortes del gasto o aumentos de los impuestos, no es tan importante; e incluso esas medidas podrían ser contraproducentes, mientras exista el peligro inmediato de una recesión.

Lo que yo haría, y lo que espero que hagan ellos, es programar un aumento de los impuestos que entrara en vigor no inmediatamente, sino dentro de dos o tres años. De esa manera, en lo que se refiere a la confianza, el mundo vería que se afronta el déficit, sí, pero sin retirar de golpe el estímulo que en estos momentos proporciona a la economía. Creo que eso es lo mejor que por ahora pueden hacer Reagan y el Congreso en materia de política fiscal. Un plan claro, preciso y aprobado ahora que garantice la reducción del déficit presupuestario en 1989 y 1990.

Entonces, ¿no es necesario que la administración Reagan aumente los impuestos ahora?

Es necesario que haga aprobar ahora un aumento de los impuestos, pero no que las consecuencias de ese aumento se hagan sentir en el año próximo.

¿Cree usted que los Estados Unidos, Alemania y el Japón llegarán a un acuerdo para detener la caída del dólar, otro acuerdo como el del Louvre?

Espero que no, porque la caída del dólar es un fenómeno deseable. Por eso pienso que no deberían impedirla.

Una última pregunta: en lo que se refiere a la economía, ¿ve

usted el futuro con optimismo o con pesimismo?

Yo suelo ser optimista sobre las perspectivas a largo plazo, pero menos sobre las inmediatas. Debo decir que la intransigencia de Alemania Federal es un motivo de pesimismo para toda la economía europea. Creo que los historiadores recordarán los años ochenta como un decenio de estancamiento para Europa, y, en cierta medida, para el Japón. Por lo tanto, no puedo ser muy optimista en este campo. En cuanto a los Estados Unidos, tienen buenas probabilidades de sobrevivir a la Reaganomics y adoptar una política más realista en los próximos años.

Entrevista con Paul Samuelson

NO HABRA RECESION (PERO EL DOLAR DEBE SEGUIR BAJANDO)

Ante todo: ¿a qué se ha debido la caída de Wall Street?

Los precios bursátiles --responde Paul Samuelson-- llevaban cinco años subiendo, tanto en Wall Street como en las otras plazas financieras. No tiene nada de extraño que, una vez iniciada la baja, haya de transcurrir cierto tiempo hasta que se perfile una estabilización. En los Estados Unidos, por ejemplo, el mercado ha caído prácticamente a los niveles de principios de año. Pero hay que recordar que, cuando comenzó la escalada especulativa, el índice Dow Jones estaba en 700 puntos... En cinco años de boom ha subido hasta más de 2.700, y ahora ha vuelto a la banda entre 1.400 y 2.000.

Sigue siendo válida la ley de Newton, según la cual lo que sube