

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

puede bajar, y lo que sube deprisa puede bajar deprisa. Naturalmente, no se trata de un fenómeno sólo estadounidense. La Bolsa de Hong Kong ha estado cerrada unos días, y al volver a abrir ha perdido un 33 por ciento; y la de Tokio, de no ser por las medidas de control del gobierno, estaría sin duda a niveles muy inferiores a los actuales. De hecho, el mercado japonés parece todavía más inflado que el estadounidense: entre nosotros las relaciones precio/rendimiento de las acciones están más altas que hace cinco años, entre 18 y 20, pero las de Tokio alcanzan normalmente una relación de 60 a 1, y las acciones nuevas de la empresa pública de teléfonos, que está en curso de privatización, se ofrecen a un precio 200 veces superior a su rendimiento anual. Bastaba un alfiler, en definitiva, para reventar la burbuja, pero no hay ninguna teoría económica que pueda explicar por qué el alfiler se ha presentado en 1987 y no en 1986, ni por qué no ha esperado hasta 1988.

Si se entrevista a una docena de economistas famosos, difícilmente se encontrará uno solo que vea con confianza el futuro de las Bolsas en los próximos quince días. Es indudable que estamos en una situación de incertidumbre, y ninguna idea científica puede darnos los límites de lo que puede suceder.

Después del lunes negro del pasado 19 de octubre, ¿la Reserva Federal y la administración Reagan han actuado con acierto o no?

Yo creo que la Reserva Federal ha hecho bien dando total accesibilidad a los créditos y rebajando los tipos de interés. De ahí que el mercado de obligaciones se haya mantenido muy fuerte en los Estados Unidos, y eso es bueno. Imaginemos qué ocurriría si a la caída de las acciones se sumara también la de las obligaciones.

En cuanto a la línea de emergencia adoptada en lo que se refiere

a oferta de dinero y disponibilidad crediticia yo daría, por lo tanto, la máxima calificación al nuevo presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan. Ciertamente ha hecho lo que el Banco central debía hacer. No veo, en cambio, que el mérito de esa medida tan acertada se pueda atribuir al presidente Ronald Reagan.

¿Y qué debería hacer el presidente?

Reagan adoptó en 1981 una serie de medidas muy dañinas dentro del marco de la llamada "economía de la oferta", recortando repetidamente los impuestos: de ahí se ha seguido que los Estados Unidos tengan, desde mediados de los años ochenta, un fortísimo déficit fiscal estructural. Subrayo que no se trata de un déficit keynesiano; al contrario, según la doctrina de Keynes, ese déficit sólo debería aparecer en épocas de depresión y recesión, y una vez pasada la recesión, cuando ha habido una recuperación y se ha llegado de nuevo al pleno empleo, debería desaparecer o convertirse en superávit.

El déficit de Reagan que yo critico es muy distinto: es un pasivo estructural de un país que tributa demasiado poco. Ahora mismo nos estamos acercando al pleno empleo en muchas regiones: en Massachusetts, donde yo enseño, probablemente se ha superado incluso. Y sin embargo tenemos un fuerte déficit estructural porque a nuestro presidente no le gustan los impuestos y se niega a ceder en ese terreno.

Ahora la situación es tan grave en Wall Street y en Londres, en París y en Tokio, que hasta un obstinado como él, supongo, acabará expresando fórmulas de compromiso como: "Tomaré en consideración cualquier aumento de las tasas fiscales". Sería un paso en la dirección debida: pero es una pena que tenga que ocurrir un desastre para que el presidente de los Estados Unidos se decida a avanzar

ligeramente hacia una política macroeconómica más racional.

¿Cree usted que con un aumento de los impuestos mejoraría la situación de Wall Street?

En estos momentos Wall Street agradecería que el presidente y el Congreso anunciaran su intención de poner en marcha un paquete de medidas que incluyera aumentos fiscales y recortes importantes de los gastos federales, entre ellos algún nuevo recorte del presupuesto de defensa. La Reserva Federal vería así facilitado su propio intento de proporcionar una cierta base de confianza a los inversionistas, que hoy tienen miedo, porque hasta ahora han perdido alrededor de un 30 por ciento del valor neto de sus acciones.

¿Qué va a pasar ahora en Wall Street? ¿Continuará la tendencia a la baja?

No creo que sobre eso se pueda dar una respuesta científica. Hay dos posibilidades muy dispares. La primera es que, si siguen llegando malas noticias sobre la quiebra de empresas del Pacífico, de Hong Kong, de Singapur, se produzca un nuevo descenso de Wall Street y de las principales Bolsas europeas. Otra posibilidad igualmente verosímil es que el mercado se reanime y recupere una gran parte de lo perdido. A mi modo de ver, la primera es ligeramente más probable.

Si las cosas toman ese rumbo, habrá nuevas jornadas de grandes subidas y bajadas de las Bolsas antes de que el mercado consiga encontrar un nivel mínimo en el que estabilizarse, al menos temporalmente. Quiero subrayar que en 1929 la primera caída de Wall Street no fue tan grande como ha sido la de estos días. Pero la caída actual no ha sido nada si se la compara con lo que sucedió en 1930, 1931 y 1932, al difundirse la Gran Depresión por todo el mundo.

¿Esta caída es el preludio de una nueva Gran Depresión?

Mi respuesta es que los hechos indican que la caída del 29 culminó en una gran depresión porque se vivía en un régimen de capitalismo puro. Ahora vivimos en una economía postkeynesiana mixta, y el gobierno está muy comprometido en la protección de la banca frente a la quiebra, en la defensa de la propia economía. De modo que no vamos a tener una Gran Depresión, pero la situación de la industria estadounidense, que era buena antes de la caída de Wall Street --era una situación que iba a mejor, no a peor--, pienso que ahora tendrá que sufrir las consecuencias del terremoto del mercado bursátil.

Los consumidores han perdido parte de su riqueza, y, por lo tanto, pienso que estarán menos inclinados a viajar a Europa y a adquirir bienes suntuarios. Comprarán menos automóviles de lujo e incluso en los gastos de todos los días serán mucho más prudentes. Otro tanto se puede decir de las industrias. Cuando Wall Street está fuerte, las compañías disponen de una vía verdaderamente fácil para financiar nuevas inversiones, nuevas fábricas, nueva maquinaria, etcétera. Cuando la Bolsa está deprimida es difícil encontrar financiación a bajo coste.

Creo, por lo tanto, que después de esta caída de las Bolsas debo modificar ligeramente mis previsiones sobre el crecimiento de la economía durante los próximos quince meses. Hace dos semanas habría apostado tres contra uno a que no habría una recesión en la economía estadounidense antes de las elecciones presidenciales de noviembre del año próximo. Ahora sigo pensando que no habrá recesión antes de esa fecha, pero la probabilidad ha aumentado y se ha acercado al empate: uno a uno. Depende de que la Bolsa consiga estabilizarse o, al contrario, siga bajando no sólo en Wall Street, sino en todo el mundo.

¿La caída de Wall Street provocará una recesión en los Estados

Unidos?

Dentro de la economía estadounidense, Wall Street representa un factor secundario, no primario. En mi opinión, la crisis de Wall Street no va a ocasionar una recesión neta, sino que únicamente debilitará la tasa positiva de crecimiento de la economía estadounidense y mundial. La tasa de crecimiento que se preveía hace un mes, en torno a un 3 por ciento anual para la economía estadounidense, ahora debería situarse en torno a un 1 por ciento, o como mucho un 1,5 por ciento. No es una tasa tranquilizadora para los Estados Unidos y los demás países industrializados de Europa y de la zona del Pacífico.

¿Cree usted posible que la política de expansión monetaria adoptada por la Reserva Federal desate nuevamente la inflación?

Cuando la casa está ardiendo y los bomberos utilizan las mangueras no es cosa de preocuparse demasiado por los daños que pueda causar el agua. No creo que sea correcto ni prioritario temer que la Reserva Federal, al actuar como está actuando en esta crisis, sienta las bases de una inflación futura. A largo plazo existe siempre el problema y el riesgo de la inflación. Pero en estos meses lo principal para las autoridades estadounidenses no es la inflación futura, y sería desproporcionado centrar la atención en ese aspecto.

¿No cree usted que Alemania y el Japón deben ayudar a los Estados Unidos a suavizar la política monetaria, adoptando políticas fiscales menos restrictivas?

Sí, creo que sería oportuno. Pero el Japón deberá hacerlo no por ayudar a los Estados Unidos, como si fuera un vecino generoso: el Japón tiene un problema tan peligroso en potencia como el colapso de Wall Street, y quizá todavía más. Tokio debe hacer lo que usted ha

dicho, y seguir una línea macroeconómica expansionista (tipos de interés más bajos, tasas fiscales no tan altas), pero por su propio interés, porque corre el riesgo de sufrir una caída mucho mayor de la que hemos tenido nosotros.

La sobrevaluación de los títulos es una burbuja creada por la especulación, que amenaza con romperse no sólo aquí, sino también en otros sitios.

En estos últimos meses el dólar viene mostrando una marcada tendencia a la baja. ¿Cree usted que volverá a caer?

Yo pienso que la solución a largo plazo para conseguir un equilibrio en la estructura de los pagos internacionales exige un dólar más bajo. En las próximas semanas cabe esperar un anuncio por parte de Bonn, Washington y Tokio, manifestando un acuerdo firme y decidido de los países más importantes para sostener los tipos de cambio en sus niveles actuales.

Yo puedo expresar una opinión minoritaria. Muchos inversionistas de Wall Street verían una declaración de esa clase como un anuncio que devolvería la confianza a los mercados, y por lo tanto es muy probable que a raíz de una tal declaración los mercados bursátiles pudieran incluso recuperarse durante algunos días. Pero la competitividad a largo plazo de la industria estadounidense requiere que el dólar sobrevaluado se deprecie con respecto al marco alemán, el franco suizo y las restantes monedas europeas, y respecto al yen japonés.

Y yo añadiría que debe depreciarse mucho frente al won coreano y al dólar de Taiwan. Esta es una ley fundamental de la economía. A mí me desagradaría bastante que, por defender lo indefendible, el dólar se robusteciera. Sin embargo, no todos los economistas son de mi misma opinión.

¿Así que el dólar debe seguir bajando si se quiere que mejore el insostenible déficit comercial estadounidense?

Yo creo que, a largo plazo, tanto al Japón como a Alemania les interesa eliminar el déficit comercial de los Estados Unidos. La medicina que supone la depreciación del dólar está empezando a surtir los efectos deseados, pero no hemos hecho más que empezar, y para tener resultados significativos se necesita un dólar más bajo. Hay que ser, por lo tanto, muy prudentes a la hora de definir nuevos acuerdos de estabilización de los tipos de cambio que bloqueen los cambios de las principales monedas del mundo en torno a los valores actuales.

En resumen, ¿la caída de Wall Street frenará el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense y de las economías de los demás países industrializados?

Yo creo que, desde luego, la tasa de crecimiento de la economía mundial será inferior a la prevista como consecuencia de esta crisis financiera.

Entrevista con Karl Brunner

LOS DOS DEFICIT AMERICANOS NO SON CULPABLES DEL CRACK DE WALL STREET

¿Cuál ha sido la causa del lunes negro de Wall Street?

Mire, examinemos sencillamente --responde Karl Brunner-- las causas que se han señalado: sobre todo el déficit federal, el pasivo de la balanza comercial y el aumento de los tipos de interés. Veamos: el déficit federal tiene ya cinco años o más de existencia. Antes,