

¿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,

incluso, era mayor, y este año ha bajado con respecto al año pasado. ¡Y en todos esos años, incluso cuando era mayor que ahora, Wall Street no ha hecho más que subir, desde los 800 puntos del Dow Jones hasta 2.700!

A la Bolsa no le molestaba el déficit del presupuesto, el Dow Jones seguía subiendo; y de golpe, el 19 de octubre, se supone que la gente ha dicho: "¡Cielos, el presupuesto está en números rojos!", y se ha puesto a vender las acciones... Eso es totalmente absurdo. Decir que la causa es el déficit, cuando ya antes lo había y no impidió que la Bolsa subiera, no tiene sentido, es una frivolidad.

¿Y el déficit comercial?

Es exactamente la misma historia: está ahí desde hace tiempo, y no perturbaba al mercado bursátil. La Bolsa seguía subiendo; y subía también el dólar, aun con la balanza comercial en pasivo... Y de repente, un buen día, ¿ese pasivo habría empezado a molestar a la Bolsa? Eso es otro absurdo. Todos esos que se creen tan inteligentes y dicen, a posteriori, que la causa de la caída ha sido el déficit, sabían que el déficit existía: entonces, ¿por qué han seguido comprando acciones, contribuyendo a que subieran los precios, si sabían que la tendencia se tenía que invertir? ¿Por qué no las vendieron todas antes de que ocurriese, si sabían que la causa era el déficit federal o el comercial?

Yo subrayo, en lugar de eso, que la caída es el ejemplo clásico de fenómeno sin explicación. También es absurdo atribuirla a la subida de los tipos de interés: todo este año han estado subiendo los tipos, y la Bolsa ha pasado de 2.000 puntos a 2.700. Entonces, ¿por qué iban a ser los tipos los que hicieran bajar algo que seguía subiendo? Aquí también pasa lo mismo: el que les echa la culpa a los tipos, ¿por qué

no ha vendido antes las acciones? Habría obtenido un beneficio enorme: pero no las ha vendido...

El hecho, pues, es que no hay una explicación válida. Nadie puede dar razones realmente convincentes de lo que ha ocurrido; todas las explicaciones que se han dado... son sencillamente ridículas. Si hubiera una explicación válida, se habría sabido antes; pero nadie se esperaba esta caída. En resumidas cuentas, no se sabe por qué ha caído la Bolsa en una semana de 2.700 a 1.700 puntos; no se sabe.

Hay quien sostiene, James Baker por ejemplo, que la caída ha sido consecuencia de una "guerra de los tipos de interés" entre Bonn y Washington. ¿Es así?

Yo diría que la disputa ha contribuido en alguna medida, en el sentido de acrecentar, por así decirlo, el nivel de incertidumbre sobre la mejor política a seguir. Y la incertidumbre, en general, no es muy positiva para los mercados bursátiles; de modo que eso puede haber contribuido a la bajada de los precios, pero las dimensiones de la caída no se pueden explicar de esa manera.

Una incertidumbre cada vez mayor sobre el ambiente político, sobre las relaciones entre la administración y el Congreso, sobre las intenciones del gobierno, sobre los posibles efectos de las medidas de política económica o monetaria y presupuestaria..., una incertidumbre de esa clase no es nada positiva; y al aumentarla, probablemente, se ha contribuido al frenazo de la Bolsa. La cosa es verosímil, sí; se sabe que la incertidumbre, por regla general, actúa negativamente sobre los tipos de interés y sobre la Bolsa.

¿La depreciación del dólar es ya suficiente para reducir el déficit comercial estadounidense?

Obviamente, sería fácil decir que sí, pero con eso no se dice

nada sobre el comportamiento del dólar en el futuro. El dólar ha bajado mucho, y las exportaciones estadounidenses están experimentando un aumento brusco. También las importaciones aumentarán notablemente, porque estamos en una economía de pleno empleo; pero crecen sobre todo las exportaciones, y por lo tanto existe la otra cara de la moneda: la industria europea y la japonesa lo van a notar, van a tener cada vez más dificultades para exportar a los Estados Unidos. Son ya muchas las empresas europeas que empiezan a experimentarlas.

Pero un mayor descenso del dólar puede reducir la afluencia de capital extranjero a los Estados Unidos...

Ahí, sin embargo, hay que diferenciar dos efectos distintos, según que los tipos de cambio estén bajos o estén bajando. Un tipo de cambio bajo probablemente atraería capitales, porque la adquisición de bienes en los Estados Unidos podría resultar ventajosa con respecto a otras inversiones alternativas efectuadas en Europa a bajo precio. A la inversa, un tipo de cambio en curso descendente... crea incertidumbre, hace temer que invertir signifique una pérdida futura con respecto a una inversión en Europa.

Pero, repito, si el dólar está bajo y estabilizado (supongamos, por ejemplo, que esté a 1,30-1,40 frente al franco suizo, pero realmente sostenido ahí), la convicción de que no haya de bajar más puede hacer muy atractiva la inversión en proyectos de distinta índole en los Estados Unidos: con poco dinero se podrán asegurar buenos beneficios.

Pero ¿un descenso del dólar no podría provocar una elevación de los tipos de interés estadounidenses, precisamente con el fin de atraer capital a los Estados Unidos?

No, no. El descenso del dólar, por sí solo, no eleva

automáticamente los tipos de interés estadounidenses. Tendrá un cierto efecto sobre los tipos a corto, vía arbitrajes, etcétera, pero no sobre los tipos a largo. La evolución de los tipos depende muchísimo del comportamiento de las autoridades monetarias: si éstas pretendieran detener la caída, si decidieran una política muy restrictiva para contener la caída del dólar, entonces se produciría un aumento (transitorio, no permanente) de los tipos de interés. Pero se produciría también una recesión en los Estados Unidos, que a su vez, a largo plazo, no sería nada positiva para el dólar; ni lo sería tampoco para Europa. Por lo tanto, una política deliberadamente dura, empeñada en impedir nuevas depreciaciones de la moneda, crearía a su vez problemas, quizá para más de año y medio...

Ahora, sin embargo, todos están de acuerdo en que la Reserva Federal ha adoptado la política correcta, después del lunes negro, para evitar precisamente una recesión...

Exacto: yo creo que ha actuado muy bien. No ha habido ninguna crisis financiera, hasta este momento, y no había motivos para esperar una recesión. La economía marchaba muy bien, a diferencia de lo que pasaba en 1929: en la época del derrumbamiento de la Bolsa en octubre de aquel año, la economía llevaba varios meses deslizándose hacia una fase recesiva, y la producción industrial había sufrido ya un descenso. Ahora la situación es totalmente distinta: durante todo este año la economía se ha comportado muy bien; el desempleo estaba en cifras mínimas, hasta el punto de que muchas empresas tenían serias dificultades para encontrar mano de obra; no había motivos, repito, para una recesión.

Por lo tanto, la Reserva Federal únicamente tenía ante sí un problema: una incertidumbre inmensa. Pero esa incertidumbre es un

factor que se te puede ir de las manos; de ahí que la Reserva Federal haya hecho muy bien en inyectar una gran liquidez en el sistema bancario, favoreciendo notablemente las adquisiciones en el mercado abierto. Eso ha contribuido un poco a estabilizar las cosas. Lo esencial es atajar la incertidumbre, y señalar a la población que no se tiene intención de esperar pasivamente una crisis financiera, sino que se está dispuesto a actuar inmediatamente para impedirla; y la Reserva Federal lo ha señalado bien. Así pues, la caída de la Bolsa no desembocará, a mi juicio, en recesión si la Reserva Federal se mantiene en la línea correcta: una línea que no tiene por qué ser necesariamente idéntica a la de estas tres últimas semanas, pero orientada a mantener un crecimiento de la base monetaria en torno al 6-7 por ciento, como antes.

¿Qué deberían hacer la administración Reagan y el Congreso para devolver la confianza a la Bolsa?

Lo que debería hacer el Congreso ya se sabe, es fácil decirlo... Pero también se sabe que no lo hará jamás: no tiene el menor interés en decidir cosas sensatas, lo único que le interesa es llevar adelante políticas que den resultados inmediatos..., es decir, que les aseguren la reelección. En teoría, está claro, debería hacer algo con el presupuesto; pero el déficit no es el problema más importante del presupuesto en sí, no tiene, ni mucho menos, la exagerada importancia que le han atribuido los medios de comunicación.

Se nos repite que el déficit federal es pavoroso; pues bien, en relación con la renta nacional, es mucho menor que hace veinte o veinticinco años.

Ahora está en torno al 35 ó el 40 por ciento; durante toda la década de 1950 fue mucho más elevado, y nadie pensaba que eso pudiera

crear problemas. Sobre esto hay ahora una cierta histeria... El verdadero problema del presupuesto no es ése, sino sus dimensiones, es decir, la enormidad del gasto; y también aquí se habla siempre de los gastos militares, que sin embargo son menores, en relación con la renta nacional, de lo que eran en los años sesenta.

El problema, la explosión del gasto en los últimos veinticinco años, ha surgido sencillamente porque los programas sociales han tenido un desarrollo sin límites, absolutamente incontrolado; y, con las leyes actuales, seguirán creciendo de manera automática.

La cuestión, en parte, está también en esto: el presupuesto encierra en sí, ya desde ahora, una avalancha futura de gastos. En consecuencia, lo primero que debería hacer el Congreso es empezar a frenar esos gastos, pero se encuentra con el dilema político siguiente: los unos se dan cuenta de que la mejor estrategia para ganar votos consiste en gastar más; los otros, en cambio, piensan que la mejor estrategia, también para ganar votos, consiste en reducir los impuestos o mantenerlos bajos. Y en esa situación de punto muerto, en la práctica, no hay solución...

Y ante ese dilema político, ¿es posible reducir el déficit federal sin aumentar la carga fiscal de los ciudadanos?

Bueno, es posible si se reducen los gastos, pero políticamente esa opción es casi imposible.

Entonces, desde un punto de vista realista, ¿el único medio sería elevar los impuestos?

Muchos afirman que hay que elevar los impuestos. Pero los impuestos, para la economía, serían bastante peores que el propio déficit, que en sí no es un mal demasiado grave. Si, por ejemplo, se elevasen los impuestos sobre los rendimientos de inversión, si se

gravasen los beneficios empresariales mucho más que ahora, lo que se conseguiría sería reducir la inversión; mientras que ya en estos momentos uno de nuestros problemas es precisamente ése, que se están aplicando demasiados recursos al consumo, y no bastan, por lo tanto, para mejorar la productividad y las estructuras productivas futuras. Si verdaderamente hubiera que elevar los impuestos, habría que hacerlo de modo que no entorpeciera la creación de recursos futuros, sino que contribuyese a una reconversión del empleo de los propios recursos (es decir, del consumo a la inversión); de esa manera aumentaría mucho más, con respecto a la situación actual, nuestra renta futura en términos reales.

Y en cuanto al déficit comercial, ¿el descenso del dólar es la manera apropiada de reducirlo?

Bueno, es cierto que la depreciación del dólar provoca un aumento de las exportaciones estadounidenses, que salen con ello muy beneficiadas. Por otra parte, como ya he dicho, aumentan también las importaciones, sencillamente porque estamos en una fase de pleno empleo; y estas importaciones cuestan más, sí, pero no tanto como sería de esperar por la caída del dólar, porque muchas empresas extranjeras han ajustado de alguna manera sus precios. De modo que, aunque la importación sea mucho mayor, no cabe duda de que la devaluación ha favorecido a la exportación, y las repercusiones relativas se dejarán sentir también en el extranjero.

¿Con una recesión, por ejemplo, en Europa y el Japón?

Europa y el Japón notarán que su comercio de exportación se ha debilitado con respecto a hace dos o tres años, y eso exigirá diversas medidas de ajuste de sus economías; aunque sólo fuera por ese motivo, es posible que tengan que acometer políticas más expansionistas. En



Alemania, por ejemplo, habrá fuertes presiones políticas hacia una expansión del presupuesto, para hacer frente al desempleo que podría ocasionar la caída de las exportaciones.

¿Es imposible que se repita una situación como la que siguió al crack de 1929?

Ah, imposible no hay nada en estas cosas. Pero una réplica del 29 y de sus consecuencias es altamente improbable. En primer lugar, las condiciones de partida del Octubre Negro y del octubre de este año son muy diferentes: en el 29 la recesión estaba ya en marcha, e incluso en los meses siguientes, de octubre a marzo, la Bolsa se reanimó bastante, recuperando más de la mitad de lo que había perdido durante el crack. Después, en marzo de 1930, sufrió otro descalabro, y durante dos o tres años tuvo una caída continua y gradual; y fue porque la gente comprendía ya que la recesión seguía adelante sin que las autoridades monetarias hicieran absolutamente nada por remediarla.

Ahora, en cambio, no hay ninguna recesión; la economía marchaba estupendamente. En segundo lugar, es de suponer que la Reserva Federal haya aprendido algo de los tiempos de la Gran Depresión, en los que falló lastimosamente en cuanto a tomar las medidas adecuadas: las decisiones de su nuevo presidente en estas tres últimas semanas dan motivos de esperanza en ese sentido. Indican, realmente, que esta vez la Reserva Federal dará los pasos debidos, cosa que no hizo en 1930.

Y si la Reserva Federal está dispuesta a actuar de la manera más oportuna en esta circunstancia, no veo que haya que esperar una depresión en el futuro inmediato. Podrá haber una recesión, quizá una caída del 3 por ciento en un año o alrededor de eso, como ya ha sucedido varias veces a lo largo del período de posguerra, cinco o seis veces; pero repito que no la espero para el año que viene. Una

recesión seguramente tiene que llegar, más o menos en los próximos tres años; pero una depresión importante es altamente improbable, por las razones que ya he señalado.

En conclusión: después de lo ocurrido recientemente en los mercados bursátiles y monetarios, ¿cómo ve usted el futuro de la economía mundial, con optimismo o con pesimismo?

En el caso particular de los Estados Unidos, soy relativamente optimista para los próximos años, pero veo con gran preocupación la perspectiva a más largo plazo, digamos que para los próximos veinte años. Y eso sencillamente porque los errores que ahora estamos cometiendo, sobre todo en materia presupuestaria, tienen efectos graduales y a largo plazo; no se notan espectacularmente en el momento, pero a la larga sí que se van a hacer sentir, poco a poco. Al contribuir a desviar los recursos de la inversión al consumo, contribuyen a debilitar la creación de recursos futuros; en los años venideros, por lo tanto, habrá un menor crecimiento de la renta bruta y en términos reales.

Hay, además, toda una serie de intervenciones reguladoras que obstaculizan el uso eficiente de nuestros recursos, de diversas maneras; sobre esto podría citar muchísimos ejemplos. Una vez más, el Congreso se ha embarcado en una vía que a la larga tendrá repercusiones muy negativas sobre nuestra renta, sobre nuestro nivel de vida; muchas de las medidas adoptadas en este último año no son gravísimas en sí, pero van a tener unos efectos acumulativos muy desafortunados. A largo plazo, pues, soy un poco más pesimista, pero para el futuro inmediato soy moderadamente optimista.

ALFONSO TUOR

Traductor: Ma Luisa Balseiro

---