

OPINIONES SOBRE LA SITUACION ECONOMICA E INTERNACIONAL

A continuación se ofrecen cuatro trabajos publicados en la prensa económica especializada que valoran aspectos decisivos de la presente situación económica. Estos artículos son:

- * "Los Estados Unidos a merced de los inversores extranjeros", trabajo publicado por Martin Feldstein en el "Financial Times" y que valora desde su particular perspectiva la crítica posición en que se halla situada la economía norteamericana en el momento actual frente al comprometido problema de financiar su déficit exterior.
- * "Reflexiones al borde del precipicio", trabajo original de Paul MacCracken, antiguo asesor del Presidente Carter, en el que se valoran las fuerzas que actúan en el momento económico presente y la necesidad en la que los políticos se encuentran de ofrecer respuestas creíbles por los mercados.
- * "1.930: El alegre comienzo del año nuevo". Se trata de un trabajo publicado por Anatole Kaletsky en el "Financial Times" en el que describe el curioso ambiente que caracterizó a la vida americana después del "crash" bursátil de Wall Street y antes de que la economía se precipitara en la Gran Depresión de los años 30.
- * "La O.C.D.E. y "The Economist" pesimistas ante el nuevo año". Se trata del comentario que "The Economist" hace a las "Perspectivas de la OCDE" que se han comentado en un trabajo anterior. La valoración de esas Perspectivas por "The Economist" es -como comprobará el lector- más bien pesimista respondiendo a la tónica generalizada con la que se califica al nuevo año.

LOS ESTADOS UNIDOS, A MERCED DE LOS INVERSORES EXTRANJEROS

El artículo que sigue ("At the mercy of investors") fue publicado el día 4 de Enero en el Financial Times, en el contexto de unas páginas consagradas a las previsiones económicas para 1988. Su autor es Martin Feldstein

A pesar de la caída del mercado bursátil, parece probable que la economía de los Estados Unidos podrá eludir una recesión en 1988. Las medidas adoptadas por la Reserva Federal con el fin de asegurar la liquidez inmediatamente después del "crash" de la bolsa evitaron un colapso financiero generalizado. Por otra parte, los temores de que los consumidores, asustados por las imágenes de 1929, redujeran sus compras navideñas, no se han materializado.

Aunque la disminución de las cotizaciones de las acciones se traducirá inevitablemente en una reducción del consumo y de la inversión, la producción y el empleo, con toda probabilidad, seguirán expansionándose en 1988 a un ritmo suficiente para evitar cualquier aumento significativo del paro.

El crecimiento de la producción en 1988 será mayor que el aumento de la demanda interna, con unas exportaciones reales superiores a las importaciones. Las mejoras que se produjeron en 1987 por lo que se refiere a la reducción del déficit comercial real continuarán durante este año enmascaradas por la rapidez con que ha seguido bajando el dólar. Así, mientras el déficit real se redujo en más del 15% entre el tercer trimestre de 1986 y el mismo período de 1987, el dólar a la baja hizo que el déficit corriente fuera 10.000 millones de dólares más alto. Esta situación continuará en 1988, a pesar de que el déficit real se reduzca en unos 30.000 millones.

A pesar de ello, la balanza comercial seguirá ofreciendo un déficit de más de 100.000 millones, al tiempo que el déficit por cuenta corriente apenas se verá modificado. El ritmo/muy lento al cual el desequilibrio comercial está siendo corregido refleja la lentitud del correspondiente ajuste de los precios relativos entre los Estados Unidos y sus interlocutores/comerciales. Aunque el dólar ha caído en un 50% en los últimos tres años, sólo muy limitadamente se ha reflejado ésto en los precios de las importaciones.

Una explicación importante de todo ello es que los productores extranjeros habían conseguido amplios márgenes comerciales durante la etapa de subida del dólar, hace cuatro o cinco años. Por ello, últimamente, han podido dejar de ajustar sus / precios a la caída de la divisa americana, conservando así sus cuotas de mercado.

Una razón del lento ritmo del reajuste de los precios extranjeros y de la balanza de mercancías es la estructura de costes de las empresas competidoras. La mayor parte del déficit / comercial norteamericano se produce en industrias de capital / intensivo, en las cuales los costes fijos son elevados en relación con los costes de mano de obra y de los materiales necesarios para aumentar la producción. Sea como fuere, lo que parece evidente es que el desequilibrio comercial de Estados Unidos será absorbido sólo muy lentamente.

El alargamiento del déficit comercial, más los intereses y dividendos que Norteamérica deberá pagar a los inversores de fuera del país, garantizan automáticamente una entrada igualmente importante de fondos netos extranjeros en los Estados / Unidos. Lo que se ignora es a qué tipo de cambio estos fondos serán suministrados.

Los extranjeros que invierten en títulos de renta fija están dispuestos a mantener sus bonos y obligaciones sólo en la

medida en que los rendimientos en dólares serán mayores que / los que proporcionen títulos de otros países, y ésto teniendo en cuenta el papel que en ello puede jugar un dólar a la baja. Si no tienen esta seguridad, la demanda de títulos en dólares desaparecerá, hasta que el dólar baje hasta un nivel en que / cualquier caída posterior no suponga anular los mayores rendimientos que proporcionen tales títulos.

Esto es lo que ha estado ocurriendo en 1987. Aunque los / bonos en dólares abonaban unos intereses superiores en el 3 ó 4 por ciento a los intereses pagados por los bonos alemanes o japoneses, los inversores privados han temido con razón que / el dólar caería por más de este diferencial, con lo que los bo nos de otros países han resultado más atractivos que los nortea mericanos. Durante 1987, en consecuencia, los inversores priva dos han sido vendedores netos de bonos en dólares. La inversión extranjera neta se ha producido sólo en forma de adquisición / de acciones, y ha representado sólo una cuarta parte de la en trada de fondos procedentes del exterior que se necesitaron pa ra financiar los déficit por cuenta corriente norteamericanos. Las tres cuartas partes restantes fueron financiadas por los / bancos centrales extranjeros compradores de bonos del gobierno de los Estados Unidos.

De cara a 1988, lo más probable es que los inversores pri vados de todos los países se sigan resistiendo a comprar bonos en dólares a los actuales tipos de cambio. A pesar del reciente comunicado de los Siete Grandes reiterando más o menos el / abortado acuerdo del Louvre, el dólar seguirá cayendo en 1988 porque las fuerzas básicas (fundamental forces) siguen indican do que la baja del dólar durante los próximos años será supe rior a los mayores intereses de los bonos norteamericanos.

¿Cuáles son estas fuerzas básicas? Primero: aunque la caí da del dólar que se ha producido hasta ahora llevará a una ma yor reducción del déficit, estudios estadísticos indican que / el valor real del dólar debe reducirse al menos en otro 5 ó 10

por ciento hasta alcanzar un nivel que asegure hoy un equilibrio comercial a largo plazo.

Segundo: el valor real del dólar que aseguraría hoy el / equilibrio comercial a largo plazo no lo aseguraría en el futuro. Expertos en comercio internacional estiman que las tendencias básicas de la productividad en Norteamérica y en otros países, así como los gustos y preferencias resultantes de hábitos adquiridos, hacen necesario que el valor real del dólar baje por lo menos el 2 ó 3 por ciento anual sólo para mantener / una balanza equilibrada, una vez que ésta se haya conseguido.

Tercero: incluso en el caso de que se consiguiera equilibrar la balanza comercial en los próximos cuatro años, los Estados Unidos seguirían con una deuda acumulada de un billón de dólares, aproximadamente. Y a no ser que los inversores extranjeros que han proporcionado este crédito se decidan a cederlo a Estados Unidos como un regalo, algunos intereses y dividendos deberán abonarse. Ahora bien, el pago de estos dividendos e intereses requerirá no sólo que los Estados Unidos tengan una balanza equilibrada, sino que obtengan un superávit. Esto exigirá que el valor del dólar sea inferior al que se requeriría para conseguir el equilibrio.

El último factor básico que determinará el curso del dólar es la diferencia entre las tasas de inflación de Estados Unidos y de los otros países. Si los Estados Unidos continúan teniendo una inflación de tres puntos porcentuales por encima de la de Alemania y Japón, el dólar deberá bajar en un 3% adicional al año sólo para mantener su valor real.

Juntando todos estos elementos se llega a la conclusión de que el dólar debe bajar por lo menos otro 25% en los próximos tres o cuatro años. Esto supondría un cambio de 100 yens y de 1,20 DM.

Los inversores en títulos, precavidos ante tal descenso del dólar a lo largo de los próximos años, no estarán dispuestos a comprar bonos americanos mientras los tipos de interés de éstos sean superiores a los de los bonos japoneses o alemanes sólo en tres o cuatro puntos porcentuales. El dólar por consiguiente, debe caer por lo menos otro 10 ó 15 por ciento en 1988 para que una inversión en bonos nominados en dólares resulte una buena inversión.

Si bien un dólar a la baja debilitará la demanda y la producción en Europa y Japón, sus efectos en el ritmo de actividad en Estados Unidos serán básicamente positivos. Además del estímulo que un dólar mas bajo proporciona a la exportación norteamericana y a la substitución de artículos importados por productos propios, una moneda depreciada animará la inversión en las empresas americanas, creando en ellas una muy conveniente capacidad adicional.

El riesgo esencial para la economía norteamericana en 1988 reside en las posibles convulsiones de los mercados financieros. Incluso en el caso de que la Reserva Federal incremente de forma adecuada la liquidez para sostener la esperada expansión de la demanda global, los cambios en las expectativas de los inversores pueden dar lugar a notables aumentos de los tipos de interés a largo plazo.

La incógnita crítica es la capacidad del gobierno de los Estados Unidos para reducir sus necesidades crediticias substancialmente a principios de la próxima década. El dólar devaluado reducirá inevitablemente el déficit por cuenta corriente futuro y, por consiguiente, las entradas de capital extranjero. Si el nivel de endeudamiento del gobierno norteamericano no ha bajado también substancialmente entonces, los tipos de interés de los Estados Unidos tendrán que subir de forma acusada para adaptar la cantidad de crédito demandada a los recursos disponibles.

Si los inversores de todo el mundo se ponen nerviosos ante el posible choque entre las menores entradas de capital a principios de los 90 y la persistente demanda de créditos por parte del gobierno norteamericano, los intereses a largo plazo subirán en 1988. Ahora bien, un incremento apreciable de los tipos de interés en los próximos meses tendría consecuencias muy negativas para los mercados de valores y para la economía norteamericana en general.

Lo que vaya a ser la economía de los Estados Unidos en el año que ahora empieza dependerá más que nunca de las imprevisibles y vacilantes expectativas de los inversores financieros.

* * *