PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

CUADERNO NO 0 MARZO 1.987



LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA

CUADERNO NO 0 MARZO 1.987

SUMARIO

41		PÁGINA
- PRESENTACIÓN	,	1-111
- EL FUTURO DE DEUDA PUBLICA	LOS MERCADOS DE	1.
	RENSA: LA INFOR- MICA EN LA PREN- A	16.
- LOS ARTICULOS . DONDE VA . DOBLE CRUZ	S DEL MES: EL DÓLAR? ZADA EN EUROPA	58. 66.

PRESENTACION

Se ha dicho -sin duda justificadamente- que vivimos una época de "hiperinformación". El escaso tiempo disponible de quienes realizan la apasionante y difícil tarea de dirección en su más amplio sentido, se ve asediado por una multiplicidad de libros, folletos, publicaciones e informes periódicos que sobrepasan la capacidad de digerir información de quienes los reciben, al propio tiempo que le acucian en la necesidad de estar al día. De conocer, al menos en sus líneas generales, los hechos y opiniones que enmarcan su actividad en un mundo cambiante y cada vez más complejo. No hay más salida del dilema que apoyarse en el esfuerzo selectivo bien orientado.

"CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA" es un nuevo ensayo editorial de la Fundación F.I.E.S., específicamente orientado a quienes desempeñan el primer nivel directivo de las Cajas de Ahorro. Nace con espíritu de selección y síntesis y pretende facilitar el acceso a una información breve y de calidad.

Este primer número trata, a modo de ensayo, de ofrecer la estructura que habitualmente presentará "CUADERNOS DE INFOR-MACION ECONOMICA" y que en líneas generales se resume en tres distintas partes.

En primer lugar, incluye un comentario breve sobre algún tema relevante del marco financiero en el que las Cajas desarrollan su actividad. Para este primer número se ha seleccionado un trabajo de J. Pérez, Jefe de la Oficina de Operaciones del Banco de España, en el que se hacen comentarios

de gran interés sobre los mercados de Deuda Pública, particularmente de cara a la implantación del sistema de anotaciones en cuenta que se estima inminente ya que su norma reguladora únicamente esperaba -según todos los indicios- el preceptivo dictamen del Consejo de Estado.

Un segundo elemento del contenido de "CUADERNOS" lo constituye un resumen de noticias econômicas aparecidas en la prensa extranjera que por su importancia y su recurrencia en los medios de comunicación presentan un especial interés. Se trata de una selección completa y cuidadosa de noticias realizada específicamente para la Fundación F.I.E.S. y de la que tratamos por esta vía de hacer partícipes a nuestros lectores.

Finalmente, el contenido de "CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA" incluirá habitualmente la versión literal de uno o varios artículos que reflejen una opinión o comentario sobre un tema especialmente relevante. Parecía que en esta ocasión el tema central debía girar en torno a la evolución del dólar, por su trascendencia para todos los países occidentales y de ahí que se haya seleccionado en primer lugar una entrevista realizada en la revista "L'Expansion", a uno de los más destacados expertos del tema: Stephen Marris. Un segundo artículo de opinión nos ha parecido de interés incorporar al presente número. Se trata del escrito por J.W. Middendorf y publicado en "The Wall Street Journal" bajo el título "Doble cruzada en Europa", en el que se plantea en forma sugestiva el resurgimiento de la iniciativa individual en Europa y en el que se ofrece un análisis de las tendencias actuales hacia la privatización, la liberalización y las reducciones impositivas.

La edición de "CUADERNOS" se completa con un cuadro estadistico que intenta ofrecer una panorámica de los indicadores estadísticos disponibles para enjuiciar la situación
económica general y que por su carácter separable aspira a
ocupar un lugar de consulta en las mesas de trabajo, aliviando la búsqueda necesaria de datos dispares a que a veces
se ven obligados quienes tienen por obligación que seguir la
coyuntura económica y financiera general.

Esta es, en síntesis, la nueva publicación que se ofrece, y que con este número inicia su andadura con periodicidad mensual con la esperanza de su utilidad y con la anticipada gratitud por las sugerencias y observaciones que puedan llegarnos para mejorar su contenido, adaptándolo a las necesidades o conveniencias de quienes esperamos sean sus asiduos usuarios en el futuro.

Madrid, 12 de marzo de 1.987

Victorio Valle

EL FUTURO DE LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA.

José Pérez Fernández.

EL FUTURO DE LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA (*)

El año 1.986 ha abierto un conjunto de expectativas sobre el desarrollo futuro de los mercados de deuda pública que, en gran medida, y con probabilidad muy elevada, habrán de verse satisfechas en 1.987.

Es generalmente aceptado que, para asegurar la financiación del déficit público con el menor coste para el contribuyente y facilitar la instrumentación de la política monetaria, sin que ello requiera una utilización permanente y creciente de los coeficientes obligatorios, es necesario contar con unos mercados de deuda pública que gocen de las características convencionales de profundidad, amplitud y flexibilidad.

Para ello, las autoridades van a emprender un conjunto de iniciativas que discurren a través de cuatro direcciones convergentes para reforzar la liquidez, seguridad y confianza de los valores de deuda pública, lo que, unido a su carácter de activo libre de riesgo, contribuirán a acrecentar su atractivo y a convertirla en el eje del sistema financiero.

En primer lugar, y de acuerdo con lo expuesto por el Director General del Tesoro, se va a progresar en la dirección
emprendida en el pasado para lograr una política de emisiones sistemática basada en un conjunto simple y bien reglado
de instrumentos, ofrecidos de forma regular, con calendarios
anunciados y mediante técnicas de colocación rigurosas, sostenidas y creíbles.

^(*) Segunda parte de la conferencia de D. José Pérez, Jefe de la Oficina de Operaciones del Banco de España, en las XIII Jornadas organizadas por el Instituto Español de Analistas de Inversión.

En segundo lugar, se va a establecer un sistema de anotaciones en cuenta que provea a los participantes en este mercado de un método eficiente para poseer y negociar deuda pública. La rapidez, la seguridad y los costes de transacción relativamente bajos que el sistema proporcionará a la compensación y liquidación de las transacciones, contribuirán a acrecentar el atractivo de la deuda pública y dotarán de liquidez al mercado.

En tercer lugar, se van a sentar las bases institucionales de una nueva estructura del mercado, que proporciona una liquidez muy elevada a la deuda pública y asegura una formación eficiente de precios.

En cuarto lugar, pero no el último, la organización y el funcionamiento del mercado se apoyarán en un conjunto de regulaciones adecuadas para garantizar los intereses de los inversores, sin obstaculizar un desarrollo flexible y dinámico del mercado. Estas normas estarán dirigidas a asegurar: la solvencia y profesionalidad de los intermediarios financieros que operen en el mismo; la existencia de unos registros apropiados y la utilización de unas reglas de contabilización correctas; la aplicación de unas reglas de compensación y liquidación transparentes; el mantenimiento de unas buenas prácticas comerciales y una ejecución eficiente a precios justos.

Centrándome en los aspectos relativos a la estructura organizativa del nuevo mercado, el esquema en proyecto debería considerar la existencia de un grupo amplio y diverso de entidades e intermediarios financieros que actuaría entre el Tesoro y el Banco de España, por un lado, y los inversores, por otro.

En primer lugar, las entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública -a las que la normativa en proyecto asigna funciones registrales y de gestión de los procesos de compensación y liquidación- actuarán como negociantes com prando y vendiendo valores, bien de su propia cartera o bien actuando como agentes y, en general, mantendrán una relación regular con los inversores a través de una red comercial estable. Dentro de ellas, un grupo central muy reducido de entidades debería actuar como creadores de mercado, aceptando el compromiso de cotizar regularmente precios comprador y vendedor con el fin de dar contrapartida al resto del mercado, para asegurar la liquidez y estabilidad del mismo.

Entre los <u>requisitos y obligaciones</u> que deberían cumplir los creadores de mercado destacan:

- a) Haber sido autorizados para operar como entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública.
- b) Haber desempeñado un papel relevante durante los dos últimos años en los mercados de pagarés del Tesoro y de deuda del Estado.
- c) Comprometerse a concurrir de manera regular a las subastas de emisión.
- d) Estar dispuestas a operar de forma continuada en una gama amplia de valores de deuda pública atendiendo a un conjunto amplio de entidades e inversores y contribuyendo a una gran integración del mercado. Para ello, deberán cotizar precios:
 - entre sí, a través de la red de pantallas servida por los corredores entre negociantes de deuda pública;

- a los negociantes secundarios (es decir, a las restantes entidades gestoras que no sean creadores de mercado) o a los mediadores oficiales;
- comprador y vendedor, bien a través de sus propias redes y de los servicios comerciales de difusión de precios (Reuter, Telerate, etc.), con carácter indicativo
 y compromiso de operar por unas cantidades normales con
 cualquier inversor, o bien a través del sistema que organicen las bolsas de valores.
- e) Disponer de la organización profesional, los medios técnicos y los sistemas de control internos oportunos.
- f) Comprometer un mínimo de recursos propios en su actividad como creadores del mercado de deuda pública.
- g) Cumplir un coeficiente que regule el riesgo máximo que las entidades pueden asumir en función de sus recursos propios; coeficiente, que será extensivo a todas las entidades gestoras.

Como contrapartida de sus obligaciones, los creadores de mercado disfrutarían de una serie de ventajas tales como:

- a) Algunas facilidades operativas del Banco de España.
- b) En la medida en que algunas entidades autorizadas a actuar como creadoras de mercado, sus depósitos o préstamos a las entidades sujetas a coeficientes obligatorios deberían tener el carácter de pasivos computables.

c) Acceso a la red de corredores entre negociantes de deuda. Estos corredores pondrán una red informática -que entraría en funcionamiento dentro de cinco a seis meses- a
disposición de los creadores de mercado para la difusión
instantánea de los precios cotizados en firme por dichas
entidades y de las cantidades con las que se muestran
dispuestas a operar, y cerrarán la negociación por teléfono asegurando el anonimato de las partes. Ello reduce
los costes de búsqueda, aumenta la liquidez del núcleo
central del mercado, disminuye las necesidades de cartera
para crear mercado, contribuye a la integración del mismo
y asegura una formación eficiente de precios.

Las <u>restantes entidades gestoras</u> -a la que denominaré negociantes secundarios- desempeñarán un papel fundamental
junto al núcleo primario formado por los creadores de mercado, sin asumir unos compromisos tan fuertes, pero actuando
regularmente en el mercado como puente entre el núcleo primario y los inversores. Estas entidades comprarían y venderían valores bien de su propia cartera o bien actuando como
simple agente, y mantendrían una organización estable en este área de negocio.

Estas entidades obtendrían el carácter de entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública y podrían mantener, en consecuencia, saldos de clientes adecuadamente segregados dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. Como tales entidades gestoras, tendrían funciones registrales, gestionarían los procesos de compensación y liquidación para sus clientes y realizarían las tareas de negociación referidas, cotizando precios voluntariamente y a petición de los clientes.

Además de las entidades gestoras, los mediadores oficiales -agentes de cambio y bolsa y corredores de comercio- actuarán en el mercado -como agentes mediadores puros- conduciendo órdenes de sus clientes bien directamente a los creadores de mercado o bien a través del sistema de negociación
organizado por las bolsas de valores.

Entre los inversores de deuda pública ocuparán un lugar significativo <u>los restantes intermediarios financieros</u> que, sin desempeñar funciones de negociante regular, pueden ser muy activos comprando y vendiendo de su cartera y tener un papel importante en el mercado.

Estos intermediarios podrán ser titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones y cerrar operaciones a través del servicio telefónico del mercado de dinero organizado por el Banco de España. Estas facilidades contribuirían a aumentar la competencia y a lograr una mayor integración del mercado.

Para ello deberán cumplir algunos requisitos que pretenden asegurar la solidez financiera necesaria para participar en los procesos de compensación y liquidación organizados por la Central de Anotaciones y operados a través del servicio telefónico del mercado de dinero.

Un amplio grupo de <u>mediadores</u> -corredores entre negociantes de deuda, mediadores del mercado interbancario y mediadores oficiales- desempeñarían funciones exclusivas de agente -sin tomar posiciones- que ejercerán bien en el núcleo central del mercado -entre creadores de mercado, o entre entidades gestoras e intermediarios financieros adheridos al

servicio telefónico del mercado de dinero- o bien entre los creadores del mercado, o las entidades gestoras y el resto del mercado.

Entre ellos destacarían, por su especialización, los corredores entre negociantes de deuda. Como yahe expuesto, su aportación fundamental es la de proporcionar un mecanismo eficiente de formación de precios en el mercado mayorista y contribuir a una mayor liquidez del mercado mediante una reducción de los costes de búsqueda de información. La posibilidad de cerrar, una tras otra, operaciones a precios anunciados en firme, sin desvelar el nombre a la otra parte y sabiendo que se liquidará rápidamente -en el mismo día- y sin ningún riesgo de crédito dota al núcleo central del mercado de la capacidad para realizar operaciones por grandes importes, imprescindibles para el desempeño de su actividad.

Con este fin el Banco de España debería facilitar el acceso al servicio telefónico del mercado de dinero a un cierto número de corredores para posibilitar el cierre de la negociación de forma que los negociantes no tuvieran que desvelar su identidad a la otra parte.

Para obtener, y mantener, estas facilidades, los corredores deberán contar con los medios y la organización oportuna; disponer de un capital líquido mínimo y mantener la solvencia apropiada; demostrar que sus servicios son requeridos por los creadores de mercado y retener la disposición de una parte amplia de los mismos para operar a través de ellos; constituirse como sociedades separadas con recursos y personal propios, si bien la gerencia y la dirección podrá ser compartida con otras sociedades de mediación pura; aceptar la supervisión e inspección del Banco de España; comprometerse a remitir periódicamente balances auditados, realiza-

dos por empresas aceptables al Banco; facilitar al Banco de España información necesaria para el buen funcionamiento del mercado de deuda pública; y, finalmente, comprometerse a actuar de acuerdo con unos principios de conducta para asegurar el anonimato de las partes y la ejecución de las operaciones al mejor precio.

Finalmente, hay que subrayar que para lograr un funcionamiento eficiente e integrado del mercado y proteger los intereses de los inversores, es necesario establecer unos mecanismos de difusión de precios adecuados y proveer una supervisión puntual de las prácticas comerciales, con especial atención en los importes y precios negociados.

Como ya se ha indicado, correspondería al Banco de España la supervisión de precios e importes negociados en el mercado telefónico entre intermediarios financieros y en los mercados extrabursátiles -"over the counter"- sostenidos por los negociantes de deuda pública. Las bolsas de valores efectuarían el seguimiento correspondiente de los mercados a ellas encomendados.

Estas son algunas de las notas básicas de los proyectos en estudio, que una vez concretados y aprobados por las autoridades, podrían servir de base para un nuevo mercado de deuda pública.

* * *

Quisiera referirme, finalmente, a algunos incidentes que han perturbado el funcionamiento del mercado de pagarés del Tesoro en las últimas semanas, como consecuencia del fallo de los intermediarios financieros que han dejado de cumplir sus compromisos de recompra.

Los problemas surgidos no han afectado al núcleo del mercado y éste ha continuado funcionando de manera regular. No obstante, aun cuando los incidentes han tenido su origen en la periferia del mercado -es decir, en entidades que no tienen un peso muy significativo, ni gestionan cuentas de terceros, y que se hallan fuera de la supervisión del Banco de España- la interrelación creciente y la fuerte interdependencia de los mercados financieros hacen que el fallo de unas instituciones pueda llegar a extenderse a otras convirtiéndolo en un problema del sistema.

De hecho, los incidentes referidos han puesto de manifiesto algunos aspectos del funcionamiento del mercado de pagarés del Tesoro -y en particular, en las operaciones con compromiso de recompra- que hacen vulnerable la estabilidad del sistema financiero. Por ello, es necesario que los agentes del mercado y las autoridades financieras reflexionen sobre ellos y emprendan las medidas oportunas, especialmente se si se tiene en cuenta que esta clase de operaciones está llamada a seguir desempeñando un papel vital para el funcionamiento de los mercados de deuda pública, para la gestión de las tesorerías y para la instrumentación de la política monetaria.

La cesión de pagarés del Tesoro (y en el futuro de deuda pública) con acuerdo de recompra es un método seguro y efectivo de captar fondos a corto y de obtener un rendimiento sobre fondos ociosos, siempre que se sigan ciertos procedimientos y se apliquen unas prácticas de gestión prudentes. Y de hecho, si se hubieran seguido éstas, las pérdidas registradas por otras entidades podrían haberse evitado o, en todo caso, limitado sustancialmente.

En una operación de compraventa con compromiso de recompra -y lo mismo sucede, aunque en mayor grado, en una operación de préstamo con garantía de valores- existe tanto un riesgo de mercado -o de tipos de interés- como un riesgo de crédito -por falta de liquidez o insolvencia de la otra parte. Y es generalmente aceptado que para reducir dichos riesgos se deben cumplir tres requisitos básicos:

- 10. El control del colateral. Para lograrlo es preciso una adecuada segregación del valor -en el caso de las anotaciones en cuenta- de modo que quede registrado a nombre del adquirente durante el tiempo que media hasta el compromiso, y que garantice la entrega en dicho momento.
- 20. La vigilancia de los riesgos de crédito. Para ello es necesario seguir las reglas de oro tradicionales -conozca Ud. a la otra parte; establezca líneas de crédito; evite la concentración de riesgos; y tome los márgenes necesarios al valorar las "garantías".
- 32. La estimación cuidadosa del valor de los colaterales recibidos, teniendo en cuenta su valor de mercado, la corriente devengada hasta el ejercicio del compromiso y los riesgos de fluctuación de intereses.

En cuanto al primer requisito, la normativa que regula las operaciones con pagarés del Tesoro formalizados en anotaciones en cuenta -y lo mismo ocurrirá con las de deuda del Estado- asegura la segregación de los valores y el control de los mismos por parte del adquirente. Esto ha demostrado ser muy importante en los fallos ocurridos, de tal modo que,

si se hubieran cumplido los otros dos requisitos, las pérdidas sufridas por las entidades financiadoras hubieran sido mínimas. En las cuentas de terceros esto no es así; por ello es muy importante que el cliente de una entidad delegada obtenga la notificación oportuna de la operación en forma de resguardo oficial, requisito que no se viene cumpliendo en bastantes casos.

Conviene subrayar, por otra parte, que la práctica seguida por el Banco de España -a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, en Estados Unidos- asegura la entrega del valor, con lo que el riesgo de este tipo -y por consiguiente el decrédito- se plantea sólo para el que financia, quien ha de preocuparse de evaluar la solvencia del que se compromete a recomprar.

Es este segundo requisito el que, en primer lugar, han dejado de cumplir las entidades afectadas por el fallo. Y esto es probable que esté sucediendo con cierta frecuencia en nuestro mercado: donde a menudo no se conoce la historia, ni la situación financiera, ni el status de quien ha de ejercer la recompra, ni cuál es el objeto real de su negocio, ni la clase de operaciones que emprende, ni en qué medida son especulativas, ni con qué gente comercia, ni cuáles son sus resultados, ni cuál es su fortaleza financiera, ni cuántos son sus recursos propios, ni cuál es el grado de exposición de los mismos. Existen bastantes casos en los que los operadores no disponen de listas de con quién pueden operar en "repos" ni de límites por los que pueden hacerlo. Y no se acostumbra a exigir, cuando es necesario, estados contables auditados que permitan evaluar la situación financiera. Por otra parte, en el escalón de la cuenta de terceros no está claro que los clientes estén extremando su cuidado cuando realizan operaciones a través de agentes mediadores, o sociedades colaboradoras de las entidades delegadas, preocupándose de conocer el status de éstos y, sobre todo, de obtener la comunicación del detalle de la operación en forma de resguardo oficial, situando el valor a su propio nombre.

Cuando no se cumplen las normas de actuación referidas, el tercer requisito debería cumplirse de forma puntillosa, como defensa apropiada para evitar pérdidas o reducirlas al mínimo. Pero aquí la práctica se ha alejado aún más de la ortodoxia financiera.

La negociación en el mercado de compraventa de pagarés con compromiso de recompra sigue en España una mala práctica, consistente en entregar un importe en efectivo igual al nominal de los valores recibidos, para obtener, en el momento del ejercicio del compromiso, dicho importe crecido por los intereses. Ello implica que la "garantía" de la operación tiene un valor descontado de mercado inferior a los fondos entregados y que, además, quedan sin cobertura los intereses a devengar.

En caso de incumplimiento del compromiso de recompra, como ya he señalado, las circulares del Banco de España prevén que el adquirente se quede con los valores anotados en cuenta, por lo que el riesgo para éste se mide por el importe no garantizado. Dicho de otro modo, el adquirente pierde los intereses y, además, se queda con un título que, descontado, vale menos que el principal y tiene que refinanciarlo hasta el vencimiento.

Este sistema operativo permite recibir, a la entidad que adquiere pagarés del Tesoro en firme y los cede temporalmente, un remanente líquido que equivale a los intereses no de-

vengados que le descuentan al efectuar la adquisición. Dicho importe puede ser invertido libremente y sirve, además, para financiar los intereses pasivos que se van satisfaciendo en plazos de vencimiento más cortos que el de los intereses activos que se cobran de una vez con el reembolso del pagaré. Por este procedimiento, sociedades como las que han fallado en fechas recientes, han dispuesto de importes líquidos muy elevados -sobre todo en relación a sus recursos- que les han proporcionado las entidades que han financiado los "repos", y que pudieron ser invertidos, en gran parte, en inmovilizado y en deudores. Aquí se encuentra, aparentemente, uno de los motivos de la suspensión de pagos -especialmente si se tiene en cuenta la anómala situación de la curva de rendimientos en el mercado de pgarés- y una razón que puede haber atraído a algunos especuladores al mercado: la posibilidad de obtener un préstamo sin demasiados requisitos ni análisis previos.

Es evidente, pues, que unas prácticas correctas de evaluación de riesgos -centradas en la solvencia de las entidades y en la variabilidad de los tipos de interés- y de valoración de los colaterales, hubieran minimizado las pérdidas. En consecuencia, es preciso revisar las prácticas actuales e implantar unas más ortodoxas con el fin de maximizar la seguridad de las operaciones y acrecentar la solidez del mercado.

Ahora bien, aun cuando es evidente que unos procedimientos operativos ortodoxos hubieran bastado para evitar estos incidentes o minimizar sus efectos, también es cierto que se han puesto de manifiesto algunas deficiencias en la regulación y en los sistemas de supervisión, que será preciso atajar.

Es claro, sin embargo, que cualquier revisión de la normativa debe de hacerse de manera que evite una regulación y supervisión detallada y costosa que yugule el desarrollo de los mercados restándoles innecesariamente competencia, flexibilidad y dinamismo. La experiencia indica, por otro lado, que no hay normativa, por muy detallada que sea, capaz de impedir el fraude, la mala gestión y la quiebra de una entidad financiera. Y desde luego, no hay normativa ni supervisión pública que pueda suplantar el buen hacer y la profesionalidad.

Por ello, la finalidad de la misma ha de ser la de reforzar la capacidad de valoración de los agentes, reducir los peligros de extensión de riesgos en cadena y la de proteger los intereses de los inversores últimos.

En consecuencia, creo que deberían revisarse mínimamente las reglas de registro y de acceso a los distintos mercados; debería de hacerse más accesible a los agentes del mercado la información necesaria para saber quién es quién y qué clase de actividad realiza realmente: debería de coordinarse la actuación de las autoridades supervisoras: deberían homogeneizarse las normas contables -de hecho, hay modelos oficiales que no permiten evaluar la situación financiera de algunos intermediarios-; deben revisarse estas normas contables, sobre todo en los que atañe a la operativa de valores; deberían reforzarse los requisitos de recursos propios, extendiendo los coeficientes genéricos y revisando su diseño actual para tener en cuenta en mayor medida y de manera más correcta los riesgos de intereses y para recoger los riesgos de crédito anejos a la operativa con valores; deben extenderse estos coeficientes de garantía a todos los operadores en los distintos mercados financieros, incluídos los de valores; y deben basarse en unos principios generales homogéneos; deberían aclararse algunos aspectos jurídicos de la operativa con "repos"; deberían exigirse auditorías externas y reforzar las inspecciones y tanto las auditorías como la información contable general deben de ser públicas; y, por último, sería necesario establecer, en algunos casos, ciertas reglas mínimas relativas a prácticas operativas y comerciales sobre todo, en lo que pueda afectar a los inversores no profesionales.

Estas cuestiones, y otras, están siendo tenidas en cuenta, en gran medida, en la normativa que se está preparando para los mercados de deuda pública que esperamos puedan ver pronto la luz, y esperamos que ello contribuya a aumentar la solidez del mercado.

RESUMEN DE PRENSA LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA EXTRANJERA

INDICE

	PAGINA
EL GRAN PROBLEMA DE LA ESTABILIDAD DE LOS CAMBIOS	
EL ENIGMA DE LA BALANZA COMERCIAL DE ESTADOS UNIDOS	
USA: SIGUE LA PREOCUPACIÓN POR LA BOLSA	52.

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA EXTRANJERA

El gran problema de la estabilidad de los cambios.

La escena económica mundial ha estado dominada últimamente, y seguirá estándolo durante mucho tiempo, por la evolución de la cotización del dólar, con todas las implicaciones, condicionantes y resultantes, que esta lleva consigo: déficit presupuestario y comercial de Estados Unidos e inestabilidad de los cambios, principalmente. El problema es de tal magnitud, su potencial destructor es de tal envergadura, que será poca toda la atención que se le preste. De ahí que haya de resultar útil reunir la información más responsable a que se tenga alcance en cada momento, lo que justifica las recensiones que siguen de las opiniones de los mejores comentaristas.

* * *

"El comunicado de la reunión de París puede anunciar -decía el "Wall Street Journal" la misma víspera de la celebración de ésta- que los tipos de cambio actuales están más o menos en línea con lo que conviene a la situación económica y puede hacer pública la buena disposición de Alemania y de Japón de colaborar en el crecimiento general. Pero el comunicado no contendrá compromisos específicos".

La situación monetaria internacional -seguía diciendo el "Journal"- es paradójica, pues mientras el desencanto por el

sistema de cambios flotantes es general, nadie se muestra dispuesto a sacrificar los intereses nacionales como exigiría el establecimiento de un sistema monetario más estable. Sin embargo, parece que crece la sensibilidad ante esta situación, como lo prueba la expectación que se ha creado alrededor de esta inminente reunión.

Pero también ha de reconocerse, por otro lado, añadía el "Journal", que las dificultades de alcanzar acuerdos estabilizadores es cada día mayor, por el tamaño y la libertad de los mercados financieros, que limitan extraordinariamente las posibilidades de los bancos centrales de controlar los movimientos de capitales a través de una intervención en el mercado. Esta situación de impotencia ha llevado a Lester C. Thurow, del M.I.T., a decir que los banqueros centrales están pasados de moda ("central bankers are obsolete").

Las limitaciones de los bancos centrales han desviado la atención hacia la política fiscal como medio de combatir la inestabilidad monetaria. De ahí que se insista en que Japón y Alemania procedan a una reducción de impuestos como medio de estimular sus economías y como contribución a la mejora del déficit comercial de Estados Unidos. La cuestión estriba en saber si esta medida produciría efectos substanciales, y de ahí que no sean pocos los que piensen que el déficit americano subsistirá hasta que Norteamérica deje de gastar más de lo que permiten sus posibilidades y hasta que reduzca su déficit presupuestario. Todo ello sin contar con las dificultades que los gobiernos encuentran en todas partes cuando quieren manejar la política fiscal según sus deseos, y los complejos condicionantes para su utilización.

Eso puede explicar una de las conclusiones del "Journal": "Son tantas las incertidumbres de las políticas monetaria y

fiscal que cualquier cosa que se diga o se acuerde tendrá corta vigencia en el mercado de cambios".

* * *

Una editorial de "The Washington Post", por otro lado, incidía en el mismo sentido. Su punto de partida era la gran acogida que están teniendo los aspirantes a candidato demócrata a la presidencia, cuando, situados ante audiencias compuestas principalmente por líderes sindicalistas ("labor union officials"), denuncian al Japón y sugieren el establecimiento de barreras ante las importaciones de ese país. "Ahora bien -dice el "Post"- el déficit americano no se debe ni a las prácticas comerciales japonesas ni a los tipos de cambio, sino al masivo y progresivo superconsumo de los americanos y a sus esquemas de gastos como individuos y como grupo, muy superiores a lo que ganan. No son sólo los demócratas los que encuentran dificultad en entender esto, y su origen se encuentra en los enormes déficit presupuestarios de Reagan que han disparado la demanda".

"Los japoneses no son los responsables de estos déficit, añadía el "Post", como tampoco lo son del declinar de la propensión al ahorro de EE.UU.; ni lo son del incremento incontenible del endeudamiento, personal y público... Pero ninguno de los candidatos está dispuesto a reconocerlo.

* * *

Un editorial del "N.Y. Times" reflejaba la misma falta de fe. El desequilibrio comercial seguirá si América continua dependiendo del capital exterior, decía. Supongáse, sin embargo, que la expansión de otros países redujera la llegada de fondos procedentes de éstos. La Reserva Federaltendría ante sí una difícil decisión. Podría, para atraer capital, elevar los tipos de interés, provocando una recesión. O podría, para satisfacer la demanda de crédito, aumentar la oferta monetaria, con los consiguientes riesgos inflacionistas. Ante esta situación, y estando en liza el empleo, los beneficios y los precios interiores nadie puede pensar que se dé prioridad a la estabilidad de los cambios.

* * *

De nuevo en "The Wall Street Journal", he ahí, muy extractados, los comentarios previos a la reunión de París, que publicaba el citado periódico con la firma de Paul Fabra, el colaborador habitual de "Le Monde": "Las ideas que van a someterse a la consideración de los reunidos, decía Fabra, son relevantes: a) el establecimiento de las "zonas de referencia"; y b) el seguimiento ("the monitoring") de las políticas económicas de cada país a través del análisis en común de unos indicadores determinados. Bien llevado, esto podría ser el inicio del tan esperado proceso de retorno a un sistema de cambios más estable.

Sin embargo, Fabra se mostraba pesimista, no creía que fuese esto de lo que se trataba y veía en la reunión más motivos de preocupación que de esperanza. "Lo que alimenta y sostiene el déficit americano, por encima de la resistencia de Reagan a aumentar los impuestos y a otras causas de ese

orden, es la facilidad de su financiación. De ahí que debamos precavernos contra cualquier "programa de estabilización" que apuntando a la intervención en el mercado de cambios lo que pretende es proveer al Tesoro americano de medios con los que financiar el exceso de gasto".

* * *

"Le Monde" parecía contemplar la inminente reunión con algún mayor optimismo, tal vez por la circunstancia de celebrarse en París. "No nos engañemos, decía; el hecho de haberse convocado significa que se ha alcanzado ya un acuerdo en el seno de los Cinco, y ahora se trata de hacer público lo convenido".

Con el mismo tono un tanto misterioso añadía el citado periódico: "Los firmantes del acuerdo tienen interés en no divulgar todo lo que han decidido, y en especial los objetivos fijados por lo que se refiere a las paridades monetarias. En este campo es mejor, por razones de eficacia, dejar que cunda en el mercado el temor de las intervenciones de los bancos centrales".

"Le Monde", sin embargo, analizaba seguidamente la situación real y constataba, al igual que el resto de la prensa,
las dificultades que existen para encontrar auténticas soluciones, dadas las exigencias de la política y las divergencias de intereses entre los diferentes países. "Entonces,
¿para qué este acuerdo de los Cinco, o de los Siete, esta
especie de Plaza 2?, preguntaba". Por una razón bien simple:
para ganar tiempo, para permitir que un dólar a la baja vaya

haciendo notar sus efectos en la balanza comercial americana y en la de sus aliados. También, para advertir al mercado, aunque aquí es del todo imprevisible saber qué va a ocurrir. En los meses próximos se observarán ansiosamente las cifras del comercio exterior de Estados Unidos; y por lo que hace al déficit presupuestario de este país, no habrá más remedio que acostumbrarse a él.

* * *

Una vez celebrada la reunión, las primeras informaciones de lo ocurrido, o de lo que se conoce que ocurrió, llegaron a través del "Herald Tribune". Decía este: "El encuentro no ha producido sorprensas, pero ha transmitido a los mercados financieros un importante mensaje: no se permitirá que el dólar continue su caída libre". Por lo demás, las políticas económicas de Alemania y Japón se harán más expansivas y la reunión habrá señalado algún progreso en el camino hacia una mayor coordinación.

No hay, sin embargo, grandes innovaciones, y las dudas persisten acerca de la disposición de la administración Reagan a cumplir su promesa de reducir el déficit presupuestario, así como sobre la voluntad de Alemania y Japón de estimular verdaderamente sus economías.

Los reunidos convinieron en "cooperar estrechamente para conseguir la estabilidad de los cambios alrededor de los niveles actuales" ("current levels"). Ahora bien, nadie, ni el comunicado ni los ministros, aludió para nada a lo que debe entenderse por tales niveles, ni a sus límites superiores o

inferiores, ni tampoco a cómo los mismos serían eventualmente defendidos.

Todo ello motivó que la reacción fuera ambigua, criticándose la vaguedad y la falta de concreción, lo que hacía prever una baja del dólar el mismo lunes siguiente a la reunión.

Lo que el mercado necesita ahora son hechos, se dijo, por lo que todas las miradas se dirigirán a las cifras de la balanza comercial americana de enero y de la revisión de las de diciembre, de inmediata publicación. La reunión, así, concluía el "Herald", habrá supuesto pocas novedades.

* * *

La reacción de Paul Fabra, esta vez en "Le Monde", se acomodaba al sentimiento general. "Se dice que el tipo de cambio en que se ha situado el dólar últimamente es el correcto ("convenable"). Ahora bien, ¿qué quiere decir "correcto"?. El término es arbitrario y carece desentido: sentido, sin embargo, que podría adquirir si los ministros, empezando por el Sr. Baker, se tomaran ellos mismos la palabra y se comprometieran, a partir de hoy, a subordinar el resto de su política al mantenimiento de los tipos de cambio actuales... Esto sería extraordinario, y hay pocas posibilidades de que se convierta en realidad".

Dicen asimismo los ministros en su comunicado que las monedas, después de la continuada baja del dólar desde febrero de 1.985, "se han situado dentro de unas líneas de fluctua-

ción globalmente compatibles con las magnitudes económicas fundamentales". Si esto se entiende bien, se refiere más o menos a la noción tradicional de paridades de poder de compra, según la cual los tipos de cambio, a su nivel actual, no darían lugar a una ventaja decisiva de precios a ninguno de los grandes competidores presentes en el mercado de bienes y de servicios. Este no parece ser el caso, como lo demuestran los desequilibrios comerciales existentes. Pero suponiendo que lo fuera, los Seis sugieren que, alcanzada la situación presente, el problema quedará más o menos resuelto si a partir de ahora cada una de las partes acomoda su política económica al mantenimiento de la estabilidad. Esto significaría, para Japón y Alemania, una política expansionista que contuviera los excedentes, y por parte de Estados Unidos, una política restrictiva que fuera eliminando los déficit. Ahora bien, en ninguna parte se dice que esto último vaya a ser así.

Por lo demás, subrayaba Fabra en su a veces prolijo análisis que el texto oficial guarda el mayor silencio sobre el dispositivo de intervención que los bancos centrales están dispuestos a establecer "en caso de que el dólar desbordara la línea de fluctuación a la que los ministros, aún sin definirla, han hecho clara alusión en su comunicado". En cualquier caso, no puede pensarse que la estabilidad del mercado de cambios pueda depender de la precisión y de la frecuencia de las intervenciones. Es más, si se considera el destino que se ha dado a los grandes fondos de intervención últimamente -el finanzamiento del déficit americano- se llega a la conclusión de que todo acuerdo monetario que prevea intervenciones automáticas no puede conducir más quea la inestabilidad de los cambios.

* * *

El título de la información que transmitía de nuevo el "Financial Times" resumía bien la impresión de éste sobre la reunión: "El pacto de los Cinco recibido con escepticismo". Sus comentarios coincidían también con los del resto de la prensa, en términos generales.

Por lo que se refiere a las noticias que reflejaban la reacción de Washington, "pocos son, decía, los que esperan que se puedan cumplir las promesas hechas en Paris, en cuanto a la reducción del déficit presupuestario". Lo que se prometió allí fue reducir este déficit del 3'9% del PNB al equivalente del 2'3 del producto nacional en 1.988. Esto se corresponde con los 108.000 millones de déficit previstos en el proyecto de presupuesto para el año próximo que la administración ha sometido al Congreso, de conformidad con la Ley Gramm-Rudman.

Las reacciones de Bonn y de Tokio que recoge el mismo periódico son igualmente vacilantes. La proyectada reducción fiscal en Alemania está siendo objeto de amplio debate en el seno de la coalición vencedora de las últimas elecciones, comentaba el "Times", con los liberales (FDP) y los seguidores de Strauss (CSU) defendiendo una disminución de las rentas más altas, y los hombres de Kohl (CDU) pugnando por limitar al máximo tal reducción. Nadie sabe lo que puede pasar más tarde en el Bundestag con todo ello.

Japón, por su parte, se obligó en Paris a seguir unas políticas monetaria y fiscal que supongan una expansión de la demanda. "Pero el sistema de poder de Japón es complejo, decía, y lo que un ministro de finanzas prometió en Paris puede contemplarse muy distintamente en la fria luz de Tokio". En cualquier caso, lo que pueda haber de cambio de política en Japón tendrá unos efectos lentos y diferidos, pues no cabe pensar que pueda transformarse más que muy poco a poco toda una estructura económica orientada en gran medida hacia la exportación.

* * *

Un editorial del "Herald" incidía sobre las mismas preocupaciones. "Con un poco de suerte -algo en lo que los gobiernos no deben confiar, decía- se puedeconseguir que los tipos de cambio se mantengan en sus niveles actuales durante algunas semanas... Pero es evidente que no se ha asegurado una estabilidad a largo plazo.

Se necesitaría mucho optimismo, añadía para creer que los gobiernos están en condiciones de hacer respetar unos cambios que el mercado no estima adecuados a la situación y a las perspectivas económicas. Pero a pesar de ello, concluía el "Herald", la reunión de Paris habrá sido oportuna y útil, en el sentido de que representó un paso hacia una mayor cooperación. Esta, esencial, "sólo puede recuperarse lentamente, sobre las cenizas de pasados errores".

* * *

Al cabo de poco se supo de los partidos representados en el gobierno alemán habían superado las diferencias que les enfrentaban a propósito de la reducción de impuestos, según vimos más arriba.

JC CC

11 3 g

El acuerdo alcanzado representa un recorte equivalente a 44.000 millones de marcos (24.000 millones de dólares), que tendrá plenos efectos en 1.990. La medida supondrá una rebaja del impuesto sobre los beneficios de las sociedades ("corporate tax on retained earnings"), que pasará del 56% al 50%; una disminución del impuesto de renta de los mayores perceptores (del 56% al 53%), y una reducción del mismo impuesto para las categorías más bajas (del 21% al 19%). Unos 8.000 millones de la rebaja podrían ser aplicados en 1.988.

El primer comentario del "Herald" ante las citadas noticias se refirió a la probabilidad de que esta situación incremente las presiones en el Congreso con vistas a poner en marcha una legislación comercial más proteccionista. Por lo demás, se ha visto una vez más frustrada la esperanza de que un dólar más bajo dé lugar de una vez a la recuperación de las ventas de EE.UU. al exterior. Por el momento, lo único claro que ha conseguido el dólar más barato ha sido un incremento de los precios de la importación norteamericana, ensanchando el déficit comercial.

* * *

Los comentarios ya más reposados y detenidos de fechas más recientes han profundizado en el análisis de las grandes cuestiones objeto de debate.

¿Se manifestarán en algo concreto y sólido los acuerdos del grupo de los Cinco -o de los Seis, o de los Siete- alcanzados en Paris los días 21 y 22 de febrero?, se pregunta Samuel Brittan en el "Financial Times".

A primera vista se produce una paradoja en este terreno, dice Brittan. Casi todos los analistas más acreditados piensan que el dólar está por debajo de su capacidad de compra internacional, pero por encima de la cotización que se requeriría para situar la balanza corriente de Estados Unidos en una vía de mejora que le permitiera ir superando el déficit actual. Así, desde el punto de vista de la capacidad de compra el dólar debería subir, pero nadie piensa, ni desea, que esto vaya a ocurrir, so pena de llevar el déficit a niveles catastróficos.

Goldman Sachs cree que el dólar puede bajar aún un 10%. El profesor Martin Feldstein (en un trabajo publicado en "The Wall Street Journal" que resumiremos más adelante) se pronuncia por una reducción adicional del 20%. ¿Por qué? pregunta Brittan. Porque como consecuencia de una sucesiva acumulación de déficit, la deuda exterior de Estados Unidos puede ascender, al final de esta decada, a una cifra que se situaría entre 600 y 900.000 millones de dólares, según estimaciones hechas por el profesor Allan Meltzer para el Banking Committee del Senado.

Si esto es así, el servicio de esta deuda requerirá un excedente comercial de 50 a 70.000 millones de dólares anuales, cifra que debe compararse con el déficit actual de 170.000 millones, también anuales; de lo que se deduce que si la deuda exterior de Estados Unidos ha de dejar de crecer en la próxima década se ha de producir un cambio de signo de la balanza de más de 200.000 millones por año. ¿Cómo puede conseguirse esto si no es con un dólar muy devaluado?.

Por lo demás, Brittan subraya la necesidad de que, por más conveniente y gigantesco que sea, el reajuste se produz-

ca lentamente, si no se quiere correr el peligro de subvertir las corrientes comerciales y la economía mundial. En efecto, si se pretendiera -caso de que fuera posible- pasar en unos pocos años de un déficit de 150.000 millones a un superávit de 60 o 70.000 millones, que es el que hace falta, insistimos, para detener el crecimiento de la deuda americana, esto equivaldría nada menos que a duplicar la exportación presente de Estados Unidos y a reducir a la mitad sus actuales importaciones, de lo que podría resultar la ruina de no pocos países.

* * *

Martin Feldstein, antes citado, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos de Reagan, se muestra tajante en su juicio sobre la necesidad de que el dólar prosiga su curso descendente, "si se quieren equilibrar exportaciones e importaciones y reducir la dependencia de las aportaciones de capitales extranjeros". Su previsión es que la caída llegará hasta situarse en una posición en que el dólar valga 120 yens o 1'50 DM. Con estos cambios se alcanzaría una posición de equilibrio comercial, con lo que necesitaría aún Estados Unidos 60.000 millones anuales de capital extranjero para financiar los intereses y los dividendos de su deuda exterior. Y si los inversores extranjeros se resistieran a proporcionar ese crédito adicional, el dólar debería bajar aún más.

Por lo demás, Feldstein emite otros dos juicios importantes:

- a) Es un error creer que un crecimiento superior fuera de Estados Unidos pueda sustituir a la baja del dólar. "Incluso en el supuesto de que se duplicara la tasa de crecimiento de todo el mundo industrial este año y el siguiente no se conseguiría una reducción del déficit comercial americano de más del 20%".
- b) Contrariamente a lo que parece que piensan las autoridades americanas, es falso que los cambios puedan ser controlados a través de intervenciones del mercado. En los
 dos últimos meses se ha presenciado la utilización de más
 de 25.000 millones de dólares por parte de Alemania Federal, Francia y Japón para corregir las presiones sobre
 sus monedas. Todo fue inútil.

La intervención masiva en el mercado de cambios, asegura Feldstein, sólo produciría la pérdida de dinero en manos de los especuladores, los cuales, estos sí, están convencidos de que el dólar seguirá bajando. La única política económica que podría frenar la caída del dólar sería una contracción monetaria y la subida de los tipos de interés en Estados Unidos. Pero esta sería una mala medicina para una economía que se encuentra en su quinto año de expansión, que nota ya los efectos debilitadores de una reducción de la inversión consecuencia de la reforma fiscal del año pasado, y que presencia un menor crecimiento del consumo y una disminución del gasto público.

En vez de flirtear con posibles intervenciones y con eventuales contracciones monetarias, sería mejor para Estados Unidos y para el mundo -concluye diciendo Feldstein- que se aceptara de una vez el carácter inevitable de la baja continuada del dólar y que se informara a los mercados fi-

nancieros de lo que haya de ser un tipo de cambio del dólar realmente sostenido y durable. Sólo entonces podrán las empresas hacer planes sobre bases seguras.

* * *

El presidente Reagan se propuso básicamente reforzar las fuerzas armadas de Estados Unidos y reducir los impuestos. Bien, esto ya está hecho, y ahora sólo se trata de hacer frente a las consecuencias económicas de todo ello, sobre todo en el plano internacional. Así empieza, más o menos, un comentario de Michael Prowse en el "Financial Times".

La opinión según la cual el dólar ya ha bajado bastante está basada en argumentos que contemplan la capacidad de compra de las diferentes monedas. Pero esto no es suficiente -como hemos visto antes- por lo que los acuerdos de Paris para estabilizar el dólar pueden haber sido prematuros. Esta es también la opinión de Prowse, que elabora su discurso en términos esclarecedores.

¿Qué se puede decir del resto de lo decidido en Paris sobre la creación de mecanismos permanentes que faciliten la cooperación económica?. La idea es que personas cualificadas verifiquen regularmente si la evolución de variables tales como el crecimiento, la inflación, la balanza corriente o el déficit presupuestario en las diferentes economías se corresponde con lo definido en común sobre objetivos a medio plazo.

Los críticos, sin embargo, se preguntan si el exámen de indicadores es la mejor manera de promover la cooperación.

El peligro es claro: en un momento dado, unos indicadores señalarán que la política es demasiado restrictiva y otros que es demasiado expansiva, con lo que cada uno podrá defender lo que mejor le convenga. "Si la cooperación económica ha de producir algo realmente eficaz los países tienen que obligarse más".

La mejor manera de alcanzar tal cooperación sería a través del establecimiento de "áreas" o "zonas" dentro de las cuales cada moneda pudiera moverse. La idea es que si los países se obligaran públicamente a respetar tales zonas, se verían forzados a adoptar las medidas de orden interno que fueren necesarias para respetar los compromisos adquiridos.

La debilidad del sistema actual de flotación reside en que crea la ilusión de que los países no tienen obligaciones de orden internacional. En realidad, los cambios flotantes fueron contemplados como destinados a "insularizar" a los países de las políticas de sus vecinos de formaque pudieran proseguir su propio curso con independencia de los demás. El establecimiento de "áreas" o "zonas", por el contrario, pondría el acento en la interdependencia internacional.

Esta posición entiende, en definitiva, que si los acuerdos sobre cambios tuvieran la misma fuerza que otros pactos, podrían ejercer una auténtica disciplina en el mercado. En este caso, un presidente de los Estados Unidos, v.g., podría ser firmemente advertido por sus subordinados de que si bien su plan de reducir a la mitad el impuesto sobre la renta era formidable, no podría llevarlo a cabo porque violaría un tratado internacional.

Las "áreas" o "zonas", sin embargo, han sido criticadas haciendo notar que suponen poner el carro delante de los bueyes. Los tipos de cambio, se alega, no son más que el resultado de otras magnitudes y realidades económicas más fundamentales, como pueden ser el ahorro, la inversión, la hacienda pública. No tendría así sentido que Japón y EE.UU., por ejemplo, se pusieran de acuerdo sobre el establecimiento de una ajardinada zona de posibles movimientos del yen y del dólar si antes no han tomado la firme decisión de ahorrar menos y de ahorrar más, respectivamente. Y si han tomado tal decisión, no se vé que necesidad hay de concretar una "zona".

Sea como fuere, concluye Prowse, la ilusión de autonomía que supuestamente proporciona, o se creía que iba a proporcionar, el sistema de cambios flotantes, ha contribuido a que el dólar se saliera de su curso más ostensiblemente que en el sistema de cambios fijos de Bretton Woods. La cuestión, después de la reunión de Paris, es saber si los ministros de finanzas están dispuesto a hacer reformas radicales y, a continuación, a limitar todo lo que haga falta la libertad de los gobiernos de cada país.

* * *

El aprecio de Michel Prowse por un eventual sistema de "áreas" o "zonas-objetivo" no es compartido por L.H. Clark, editor de la información económica de "The Wall Street Journal", que publica en este periódico un trabajo titulado "Porqué los tipos de cambio flotantes han de mantenerse a flote", que resume su posición.

Recuerda Clark a este respecto cómo colapsó, en 1.973, el sistema de cambios fijos, y como surgió en su lugar, casi

espontáneamente, "por accidente", el sistema de cambios flotantes. Algunos economistas lo habían defendido desde hacía años, pero la verdad es que cuando llegó no iba acompañado de norma alguna, ni de principios, ni de planes de coordinación. "Simplemente llegó".

Es cierto que nadie se ha sentido enteramente satisfecho con el sistema desde entonces. Los tipos de cambio han sido muy volátiles y los hombres de negocio se han visto obligados con frecuencia a buscar protección contra alteraciones inesperadas del valor de las monedas. Un estudio reciente ("Brookings Papers on Economic Activity" -1.985- National Bureau of Economic Research) de M. Obstfeld, de Columbia, ha puesto de relieve los defectos del sistema.

Ahora bien, ¿serían mejores los cambios fijos o semi-fijos?. Obstfeld lo duda. Los cambios fijos no fluctuarían
tanto como los cambios flotantes, dice, pero el sistema exigiría los contactos frecuentes de los diferentes países para
reajustar los cambios que se hubieran salido del orden. Ya
los reunidos en Bretton Woods en 1.944 admitieron la necesidad de reajustes ocasionales y tomaron las previsiones oportunas al efecto; y el hecho de que los países se resistieran
a los reajustes explica en parte por qué tuvo que abandonarse el sistema.

Un sistema de cambios fijos, subraya M. Obstfeld, no evitaría que los bancos centrales inundaran el mundo con liquidez, salvo en el caso de que el sistema estuviera ligado a una mercancía como el oro. Bajo un patrón dólar ("dollar standard") los movimientos especulativos de capital podrían llevar a una explosión mundial de la oferta monetaria, como ocurrió en 1.971-73. Por otro lado, un patrón oro aplicado

correctamente podría proporcionar estabilidad a largo plazo, pero a corto plazo tal estabilidad podría ser alterada por hechos tales como un aumento, o un descenso, de la producción de oro de Africa del Sur.

Sea como fuere, por lo demás, nada da a entender que el mundo vuelva a la rigidez del oro. Ni los bancos centrales ni los gobiernos querrían someter su política monetaria a los resultados del recuento de los lingotes de que dispusieran.

"Si un buen sistema de cambios es aquel que ha de obligar a las respectivas autoridades nacionales a adoptar políticas responsables y coordinadas, el presente sistema es malo", dice M. Obstfeld, citado por L.H. Clark. "Pero lo difícil es encontrar un sistema que funcione mejor, si se le juzga con este mismo criterio".

* * *

Atención a la educación escolar.

Que nadie se sorprenda por el hecho de encontrar en estas páginas información sobre el tema del epígrafe. Si se recoge aquí, en efecto, es porque la educación escolar está siendo objeto de atención por la gran prensa económica de todas partes, y ello como consecuencia de la preocupación de los hombres de empresa por lo que pueda estar ocurriendo en este campo como consecuencia de las exigencias personales de la nueva era tecnológica.

* * *

No solo "Newsweek" y otras revistas de gran difusión, sino también "The Wall Street Journal", el "Herald Tribune" y otros grandes periódicos diarios han subrayado la importancia del estudio publicado en Estados Unidos sobre la educación en Japón.

Dice así la popular revista: "El estudiante japonés complace a su profesor por su docilidad, su laboriosidad, su obediencia, su urbanidad y su reverencia. Esto es lo que afirmaba W.E. Griffis, un americano que enseñó en Japón hacia 1.870. Pues bien: las mismas cualidades que maravillaron a Griffis han hecho posible que Japón se transformara en el temible competidor mundial que es hoy".

Estados Unidos y Japón están ahora inmersos en el análisis de las escuelas el uno del otro. Hace tres años, Donald Regan y Yasuhiro Nakasone convinieron en llevar a cabo un completo estudio de sus sistemas educativos. Dos trabajos separados que a estas horas ya habrán visto la luz pública servirán para mostrar cuánto le ha de costar a Estados Unidos recuperar la posición ventajosa que mantuvo hasta bien entrado el siglo XX.

El informe americano sobre la educación japonesa, un documento de 126 páginas, constituye un detenido y profundo análisis de la escolarización en Japón, desde los niveles pre-elementales hasta la graduación, y también de la sociedad que modela el sistema. Según se deduce del mismo, las calificaciones de los estudiantes japoneses están entre las mejores del mundo, y el 90% de ellos alcanzan la graduación pre-universitaria. Precisamente una de las razones que motivaron el informe fue la insatisfacción de los americanos al constatar cómo sus estudiantes eran regularmente superados por los japoneses en competiciones internacionales de matemáticas y ciencias.

¿Cómo es ésto posible?. Ante todo debe decirse que la labor docente en Japón se ve simplificada por el hecho de no tener este país la diversidad étnica, lingüística, religiosa y racial de las que tan orgullosa se siente Norteamérica. Tampoco existe allí el control local sobre las escuelas que tan ardientemente se defiende en Estados Unidos. En Japón, un monolítico Ministerio de Educación establece unos patrones uniformes que todas las escuelas públicas del país deben respetar durante los nueve años de educación obligatoria. No hay complicadas separaciones entre alumnos menos o más dotados. Todos están sujetos a las mismas reglas, y todo el proceso conduce a un examen de ingreso al instituto o colegio donde el alumno ha de cursar sus estudios medios y que es esencial para el proceso posterior de la vida del estudian-

te. La admisión en una prestigiosa escuela media hará posible la entrada a las mejores universidades y el acceso a los más codiciados empleos.

Tal extrema uniformidad y homogeneidad no sería ni posible ni práctica en Estados Unidos, pero sí podrían estos aprender de otras facetas de la educación japonesa, como los siguientes:

- Tempranos inicios y motivación. Más del 90% de los niños japoneses de tres y cuatro años acuden a escuelas pre-elementales, donde se les enseña a hablar, a convivir en grupo, a comportarse ordenadamente y a respetar la escuela como institución.
- Participación de los padres. Sobre todo las madres japonesas intervienen muy activamente en las actividades escolares de sus hijos, supervisando los deberes, comunicándose con los profesores por escrito, a través de cuadernos de notas que van y vienen y, en general, asegurando la dedicación escolar y los valores éticos que comporta la enseñanza.
- "Juku". Muchos estudiantes japoneses, en especial entre los 10 y 14 años asisten, después de las clases ordinarias, a las clases llamadas "juku", también pagadas por los padres, que proporcionan ayuda adicional, lecciones extra y preparación especial. El número de alumnos en cada "juku" es mucho menor que en las clases regulares (unos 40 o más en estas) y la instrucción es individualizada.
- Efectividad en el uso del tiempo. El año escolar de Japón es unos 15 días más largo que el americano, de 180 días.

Pero lo más importante, según los investigadores estadounidenses, es que el tiempo de escuela se utiliza con mayor eficacia. A causa de la disciplina y el orden dominantes, se estima que los alumnos japoneses dedican un tercio más de tiempo a la enseñanza que los americanos.

- Alta consideración de los maestros. La enseñanza es una profesión muy considerada en Japón, y los sueldos son comparables a los de los buenos puestos del sector privado. Así no puede sorprender que la profesión atraiga a gente preparada. Hay cinco aspirantes por plaza vacante.

La parte más débil del sistema educativo japonés parece encontrarse en el nivel universitario, el cual, según los autores del informe, es inferior al americano de los "colleges", salvo excepciones. Después de superados unos temibles exámenes de entrada a la Universidad, los estudiantes japoneses son conscientes de que obtendrán la graduación, automáticamente, por lo que se sienten menos motivados que en las fases previas.

En general, los autores del informe encuentran que la educación japonesa es excesivamente rígida y uniforme, y pobre de alternativas. Por otra parte, críticos del sistema en el propio Japón han puesto de relieve que el esfuerzo dirigido principalmente asuperar un examen fomenta la memorización, en perjuicio del auténtico saber, al tiempo que limita las iniciativas y la creatividad. Por esto ha surgido en Japón una corriente renovadora interesada en conocer los méritos de la escuela americana.

* * *

El informe japonés sobre la educación en Estados Unidos no ha sido elaborado aún en su totalidad, y sólo se conoce la primera parte del mismo, que, por cierto, ha decepcionado a muchos. El informe, de 78 páginas, ofrece poco más que una descripción del sistema americano para el ingreso en la universidad ("college admissions"), así como información sobre las mejoras recientes en la enseñanza media en el campo de las artes liberales y sobre los esfuerzos en curso para reformar los centros de enseñanza media. Los autores del informe se refieren a algunas facetas interesantes del movimiento reformista americano, citando en este sentido los intentos de mejorar los niveles medios y los sistemas de medir la calidad, la uniformización de los requisitos para la obtención del título de enseñanza media, la reacción en los últimos veinte años contra la proliferación de materias noacadémicas, y la utilización de ordenadores y otros instrumentos técnicos en la educación.

La segunda parte del estudio japonés sobre Norteamérica se conocerá este mismo año, más adelante, e incluirá los resultados de la investigación sobre la educación secundaria y sobre los programas americanos en materia de ciencias y matemáticas. "En ningún momento nos hemos propuesto hacer recomendaciones", ha dicho I. Amagi, que presidió el grupo de investigadores japoneses. "Nuestro trabajo no se ha propuesto más que descubrir la realidad". Serán el Ministerio de Educación y el Consejo de Reforma de la Enseñanza japoneses los encargados de sacar conclusiones y de hacer las recomendaciones que procedan.

El Secretario de Educación americano, en cambio, manifestó su opinión señalando que "si bien no es partidario de un sistema uniforme impuesto a todo el país, el pragmatismo que caracteriza al pueblo de EE.UU. obliga a aprovechar todo lo que se pueda del método japonés, aunque solo fuere por los evidentes buenos resultados de este".

* * *

"La educación británica es un mar de confusión y es probable que así siga, por lo menos durante otra generación. La razón de ello es que carecemos de una filosofía nacional generalmente aceptada en materia educativa, y poco es lo que los gobiernos pueden hacer en este sentido". Así empieza el "Financial Times" un amplio reportaje sobre la situación escolar en el Reino Unido.

El libro verde titulado "Lecciones de Europa. Comparación entre los sistemas escolares de Europa Occidental y de Gran Bretaña", fue fruto, sigue diciendo el "Times", del convencimiento del entonces ministro de Educación, Sir Keith, de que "ha de haber cierta relación entre nuestro relativamente pobre desarrollo industrial y nuestro progresivo sistema educativo". Evidentemente, no pudo demostrarse tal relación, aunque no dejara de ser obvio que tal relación existía. Sea como fuere, el citado libre fue ampliamente distribuido, por lo que ha sido práctica común el estudio de lo que ocurre en otros países. Todo ello ha dado lugar a otras obras, como la titulada "Selected National Education Systems", que describe los sistemas de Francia, Italia, Japón, Alemania y Estados Unidos. También dió lugar a repetidos viajes del os inspectores de enseñanza británicos a Alemania y a Francia.

En el caso francés todo está dispuesto en preciso detalle en un texto preparado por el Ministerio... Todo muy francés, por lo sistemático. Además, aparece claro que disponen de una filosofía nacional que proporciona el flujo de la lengua y del nacionalismo desde la más temprana edad...

Alemania es como mínimo tan estricta como Frncia, aunque, siendo un Estado Federal, tiene un sistema separado para cada uno de los once territorios (incluyendo Berlín occidental), aparte de un sistema de consejos nacionales coordinadores. En cualquier caso, es evidente que, pese a esta diversidad, existe un criterio común acerca de la mecánica y los fines de la enseñanza escolar...

A primera vista parecería que el consenso es menor en Japón, donde el tema está siendo objeto de amplio debate. El programa escolar es, por supuesto, nacional, pero va a ser alterado a principios de la próxima década en que se hará más flexible.

Gran Bretaña tiene mucho que aprender de esos países, todos con unos principios básicos bien definidos. Los alemanes
tienen sus fundamentos bismarquianos; los franceses, sus
raíces napoleónicas; otros países europeos, tales como Suecia e Italia, han aprovechado de los dos. Los japoneses, por
su parte, constituyen una sociedad excepcionalmente homogénea y tienen una naturaleza especialmente disciplinada, lo
que facilita la uniformidad.

Gran Bretaña no tiene nada de todo ésto, y muchos de los profesionales del sector parecen sentirse orgullosos de ello. Aquí la consigna es la diversidad y la independencia y la libertad en la enseñanza, termina diciendo no sin cierto sentimiento, el "Financial Times".

* * *

El "Herald Tribune", por su parte, dedica seis páginas al análisis de la educación escolar en diferentes países.

En un reportaje fechado en Nueva York dice el "Herald" que de la misma forma que el lanzamiento del Sputnik por los rusos puso en marcha un gran esfuerzo para mejorar la enseñanza de matemáticas, ciencias y lenguas extranjeras, con el fin de hacer frente a una amenaza militar, los tiempos actuales están presenciando igual inquietud para mejorar las condiciones con las que hacer frente al gran reto del presente: la economía. Los dirigentes empresariales temen que las escuelas no estén produciendo los trabajadores preparados que necesita una producción orientada tecnológicamente, y los gobernadores y demás políticos locales están asustados porque la falta de escuelas públicas cualificadas puede dar lugar a estancamiento y atraso. Todo ello explica el renovado esfuerzo que se está haciendo en este campo.

Después de varios años de concentrarse en las estructuras y en la financiación, la escuela primaria y secundaria americana está fijando su atención en algo más complicado: la enseñanza propiamente dicha y el proceso educativo. Esto es muy complicado. Se trata de salir de la rutina y de ser más creativos. "Se trata, v.g., de preguntarnos por las motivaciones de los alumnos y de los maestros, y esto es extremadamente sutil". En definitiva, lo que se pretende es superar la preocupante "ola de mediocridad" que caracteriza la enseñanza primaria y secundaria de Estados Unidos.

Todo el impetu actual, sin embargo, no ha conseguido discernir como pasar del "input" al "output", es decir, como convertir los crecientes recursos en estudiantes de alta cualificación. O, como decía un experto, "legisladores y consejos escolares puedan hacer lo que quieran, pero la hora de la verdad sólo se vive dentro de la clase".

El Departamento de Educación ha publicado una serie de libros bajo el título "Qué es lo que funciona" ("What works"), que describen técnicas para mejorar la enseñanza. Esta política se ve reforzada por el hecho de haberse avanzado mucho últimamente en materia de educación.

En el reportaje procedente de Tokio, el "Herald" señala que "mientras Estados Unidos está considerando la posibilidad de copiar el sistema educativo japonés, Japón cree que su sistema, tan acreditado, está en crisis".

El sistema actual es contemplado por los reformadores como demasiado igualitario, lo que frena la creatividad y la formación de las personas capaces de mantener Japón al frente del desarrollo tecnológico. Lo que desean es poner más atención en el estudiante individual.

Por el momento no se ha elaborado aún ningún programa concreto de reforma, pero las noticias que se tienen de los trabajos en curso indican que existe una gran insatisfacción sobre la situación actual, lo cual, a su vez, está provocando una gran tensión en el cuerpo escolar. Durante los once primeros meses de 1.986 se suicidaron en Japón 723 escolares, lo que supone un aumento del 44% sobre el mismo periodo de 1.985.

Sin embargo, todo esto parece excesivo e injustificado. El número oficial de alumnos que dejaron las escuelas en dicho país es actualmente bajo -115.000, o el 2'2% del total de estudiantes en 1.986- y el alto nivel de formación de los

japoneses es objeto de admiración en todo el mundo. El hecho de que el 99% de la población sepa leer y escribir y que el 90% de los escolares matriculados completen la formación pre-universitaria es una prueba del os niveles educativos del país.

Pero las cosas son como son, y lo que se desea ahora es un cambio. Japón progresó en una dirección uniformista e igualitaria, y la educación no ha sido suficientemente individualista en el sentido de que pueda preparar gente "que invente y cree", ha dicho un antiguo Ministro de Educación japonés.

La presión para el cambio ha venido también de los líderes empresariales, que temen que el país quede retrasado en el campo de la investigación científica.

* * *

La inflación latente.

Por más que se multipliquen las reuniones internacionales cada país permanece como emparedado en su propia realidad, sin apenas aprovecharse de la de los otros, afirma Paul Fabra en un extenso artículo de "Le Monde". La reciente crisis de los tipos de cambio, de la que todavía no hemos salido, cosntituye una ilustración particularmente adecuada de aquella afirmación. Durante el desarrollo de esta crisis se ha visto a franceses y alemanes prestando oídos sordos a argumentos crecientemente subjetivos, hasta el punto de que al término del onceavo reajuste de las paridades en el marco del SME este aparece por primera vez no solo no robustecido sino, al contrario, en algunos aspectos más vacio de contenido, víctima de la falta de cooperación franco-alemana.

Con los americanos la falta de entendimiento es aún mayor, y así vemos como el Secretario del Tesoro de Reagan ha vuelto a las detestables actitudes de sus predecesores de la época de Carter, los cuales, en 1.977 y 1.978, no se privaban de desear públicamente la baja del dólar que estimulara la economía americana, jugando así con la moneda más importante del mundo como si fuere algo trivial.

¿Qué diálogo puede hoy existir entre los dirigentes de Washington, por una parte, únicamente preocupados por reducir un déficit comercial que refleja el fracaso de su política y, por otra, unos europeos que después de haber celebrado la caída del dólar llegan a experimentar sus perniciosos efectos?.

En este contexto, nada sería más peligroso que minimizar las consecuencias probables de las intervenciones masivas

que tienen lugar en los mercados de cambios para contener de alguna forma la caída del dólar. Según estimaciones oficiales, el Bundesbank compró, durante la crisis que sacudió recientemente al SME, unos 8,6 mil millones de dólares, y las intervenciones han continuado después, aunque a menor ritmo. Según señalan los alemanes, la emisión de los marcos necesarios para la compra de esos dólares no deseados representa el 3% de la masa monetaria de Alemania; y teniendo en cuenta que los dólares así adquiridos han sido inmediatamente colocados por el Bundesbank en bonos del Tesoro americano, y que esta compleja operación se multiplica por el número de países que, en mayor o menor escala, actuan de forma parecida, uno se da cuenta de la suma de elementos que está en juego y de los peligros potenciales de todo ello...

Mientras tanto, ¿qué pueden hacer los alemanes -y los otros- por neutralizar los efectos inflacionistas de los 17.000 millones de marcos utilizados en la compra de aquellos dólares?. El método más fácil y más eficaz consistiría en reabsorber por parte del Bundesbank una parte de la liquidez a través de la venta de títulos de la banca y otras instituciones financieras, pero tal operación es casi prohibitiva pues tendría como probable efecto la elevación de los tipos de interés alemanes o, como mínimo, no permitiría su descenso.

¿De donde viene, en definitiva, la causa profunda del mal?. He ahí una hipótesis: Deseosos de estimular una economía en fase descendente, las autoridades monetarias americanas han bajado muy probablemente los tipos de interés en Estados Unidos a un nivel demasiado bajo en relación con las condiciones generales del mercado financiero. Para proceder a esta operación de baja forzada el sistema de la Reserva

Federal ha emitido una gran cantidad de dólares, y la abundante oferta de estos ha provocado su descenso en los mercados de cambios.

Consecuencia de todo ello ha sido la fuerte presión sobre los grandes países con excedentes, Alemania y Japón, para que bajaran sus propios tipos de interés. Los americanos, desde luego, han obtenido lo que deseaban, pero a costa de crear las condiciones para una nueva y corta, pero sin duda violenta, llamada inflacionista en el mundo.

La probabilidad de que esta se produzca efectivamente depende de unos cuantos factores. Las posibilidades de que la OPEP mantenga los precios del petróleo con la continuación de la baja del dólar, precisamente porque las intervenciones a que tal baja daría lugar crearían la inflación adecuada y sin la cual los compradores de petróleo agotarían sus disponibilidades.

* * *

El enigma de la balanza comercial de Estados Unidos.

El problema que plantea la persistenciadel déficit comercial de Estados Unidos continua intrigando, por lo que son de agradecer los comentarios que contribuyan a desentrañar-lo.

Esto es lo que hace "The Wall Street Journal", que se sorprende, igual que otros, de que quince meses después que EE.UU., Japón, la República Federal, Gran Bretaña y Francia convinieron trabajar en común para reducir el valor del dólar con objeto de cambiar el signo de la balanza comercial americana continue ampliándose el saldo negativo de esta.

La Administración Reagan critica a la industria por no ser capaz de sacar provecho de la baja cotización del dólar incrementando sus ventas a otros países, y el mismo Paul Volker advirtió del reto que suponen para el empresariado estas nuevas oportunidades.

Las empresas, sin embargo, consideran injustas las críticas, en tanto en cuanto la modificación del cambio del dólar no ha afectado al comercio con competidores tan importantes como Canadá, Taiwan, Corea del Sur, Brasil y otros países cuyas monedas han seguido el curso del dólar. "No son ahora tanto los zapatos italianos los que nos causan daño; son los de Taiwan", afirma el presidente de la Federación de Fabricantes de Calzado de América.

Se trata, así, de saber como debe medirse el dólar y como cuantificar su caída. Los índices mayormente utilizados comparan el curso del dólar con el de los principales países:

Japón, Alemania, Francia, Italia... Respecto a estos, el dólar se ha depreciado sustancialmente -alrededor del 32%desde que alcanzó su cotización más alta en 1.985.

Estos cálculos, no obstante, olvidan, en efecto, a aquellos otros países de Asia y Sudamérica, suministradores cada vez mayores de productos importados por Estados Unidos, de lo que resulta que si se consideran las monedas de los 25 principales proveedores de este país la devaluación del dólar no ha sido más que del 9%, y tal vez menos aún.

En el caso de Canadá, el fenómeno actua incluso en sentido inverso. Los intercambios entre este país y EE.UU. -principales clientes y proveedores mutuos- ascienden a unos
150.000 millones de dólares al año. Ahora bien: contrariamente a lo que ocurre con otros competidores, el dólar canadiense no sólo no se ha revaluado respecto al americano sino
que se ha depreciado, haciendo los productos canadienses más
atractivos para Estados Unidos y dando lugar de este modo a
un mayor déficit comercial de este país (más de 25.000 millones de dólares). Por otro lado, no parece que Canadá esté
dispuesto a facilitar la depreciación de su moneda en favor
de una mejor balanza comercial de EE.UU., y recuerdan a este
respecto los canadienses que la balanza de servicios es altamente favorable a este último país.

Taiwan, por otro lado, puede convertirse en el malo de la historia, a no ser que su moneda se fortalezca pronto y acusadamente. Su superávit comercial con EE.UU. es de cerca de 14.000 millones de dólares y altamente preocupante, pues se trata de un país sin problemas de deuda y con unas reservas que se supone alcanzan los 40.000 millones, lo que le convertiría en el segundo del mundo en este campo, detrás

de la Alemania Federal. ¿Por qué los EE.UU. han consentido la consolidación de un contendiente tan importante?. Las razones son probablemente múltiples, y entre ellas figura la circusntancia de que muchos de los fabricantes de Taiwan sean simples filiales de empresas norteamericanas. Por otro lado, no debe olvidarse que si Taiwan debiera ver disminuida su agresividad comercial no bastaría que reajustara su moneda, a menos que lo hiciera en un enorme 300%. De hecho, su competitividad es consecuencia de otros factores, entre los que destacan los costes salariales y la estructura fiscal.

Otro caso es Corea del Sur, país que, con una moneda ligada al dólar, se está beneficiando grandemente -con alrededor de 7.000 millones de superávit- de las dificultades que plantea a Japón el reforzamiento del yen. EE.UU, por supuesto, desearía que el won coreano se revaluara y el país perdiera capacidad de competencia, pero no es probable que insista mucho en ello. No debe olvidarse a este respecto que Corea del Sur es un escaparate capitalista en las mismas puertas de los imperios comunistas, y que le conviene que el escaparate reluzca cuanto más mejor.

Por lo que se refiere a Japón, en otro orden de cosas, la revaluación del yen en un 34% frente al dólar no ha servido para que se redujera el déficit comercial de Estados Unidos, que fue de 44.000 millones durante sólo los nueve primeros meses de 1.986 (el mismo, casi exactamente, que el de 1.985). Una razón para que esto ocurra es que las empresas japonesas no han reaccionado ante el cambio de situación de la forma que se había supuesto, y así se ha visto como, dispuestos a defender su cuota de mercado, los japoneses no han incrementado sus precios proporcionalmente a la revaluación del yen. En el caso de Toyota, por ejemplo, se cita un au-

mento de sus productos del 14% sólo; en el caso de Sony el aumento ha sido del 18%; porcentajes ambos bien alejados del 34% de la caída del dólar frente a la moneda japonesa.

Y aún tales incrementos han sido anulados por otros factores, como es el hecho de que los constructores de automóviles americanos hayan subido sus propios precios sin ganar así cuota de mercado; o por haber exportado los japoneses productos innovadores, como pequeños tocadiscos o registradores y cámaras para videocassettes de 8mm.

Sea como fuere, muchos creen aún que, a la larga, el fuerte yen ha de dar lugar a una reducción del déficit americano con Japón. La proporción del aumento del yen que los exportadores no transfieren a los importadores americanos ha de producir y produce menores beneficios a las empresas japonesas, las cuales tendrán que acusarlo más pronto o más tarde.

Un caso parecido a Japón es Alemania, que ha visto el marco revaluado en un 32% respecto al dólar, lo que no ha impedido que su superávit comercial con EE.UU. alcanzara los 11'4 mil millones de dólares durnate los nueve primeros meses de 1.986. Los productos alemanes, al igual que los japoneses, no se han mostrado muy sensibles a las variaciones de sus precios, y ha predominado la idea de prestigio y de calidad. Esto se puede apreciar en un buen número de productos, como los automóviles o las máquinas herramientas...

USA: Sigue la preocupación por la bolsa.

Tal vez el hecho requeriría pedir disculpas, y desde luego se habrá de perdonar la insistencia, pero no se pueden ignorar las repetidas advertencias de la prensa en relación con la subida de la bolsa -en este caso de EE.UU., por supuesto- y las explícitas evocaciones de la crisis de 1.929.

Esta vez es el "Herald Tribune" el que, en lugar, destacado, y transmitiendo un comentario del servicio del "Los Angeles Times", alude al tema. Sin embargo, después de recordar lo que fueron los años veinte y el trágico final de aquel periodo de euforia, añade: "Pocos son los profesionales que prevean una fuerte caída para un futuro inmediato. Pero esto no es un consuelo ya que nadie predijo el "crash" de 1.929 y, sin embargo, se produjo. En aquella ocasión, cualquiera que expresara los más ligeros recelos sobre la evolución del mercado era rápidamente silenciado por el optimismo reinante entre agentes, financieros y políticos, cuyas reflexiones parecían de lo más razonable aunque hoy resulten lamentablemente irresponsables.

Tal es el caso de Irving Fisher, el profesor de Yale, quien decía en septiembre de 1.929: "Las cotizaciones de la bolsa han alcanzado un nivel que podría convertirse en definitivo y estable". Sea como fuere, alguno de los más optimistas de hoy no dudan en afirmar que la subida ha sido tan rápida y ha llegado tan alto que cuando llegue el inevitable descenso este será largo y penible.

Pero el descenso puede tardar en llegar, según otros. Una autoridad en el tema, con larga experiencia en las evolucio-

nes del mercado, ha vaticinado que el cambio de sentido se producirá a últimos de 1.988 y principiso de 1.989, y que la baja será muy seria.

La subida de los años veinte supuso un incrmento del 500% del índice Dow, contado desde 1.921. A pesar de su indudable ímpetu, la subida de ahora no ha alcanzado tal magnitud, ni mucho menos, y ni siquiera ha sido tan pronunciada como la de la post guerra, que duró hasta 1.966. Desde agosto de 1.982 en que empezó el curso ascendente actual, el Dow ha subido en un 180%, aproximadamente.

El comentario de Leonard Silk que publica el "N.Y. Times" continua recomendando cautela, y ninguna reiteración será poca en este sentido.

"Con el índice Dow Jones por encima de 2.200, algunos agentes han empezado a decir a sus clientes que llegará a 3.500 o a 4.000 en los dos próximos años. Los escépticos, en cambio, creen que el mercado está en una fase peligrosa y que se encamina hacia una caída de consecuencias imprevisibles. Paul Volker dijo ante un Comité del Congreso que el mercado no presta atención a algunos de los más controvertidos aspectos de la situación económica, y advertió sobre la existencia de tensiones y desequilibrios". Sin embargo, a pesar de su informe, el dólar siguió bajando, provocando el descenso del mercado de bonos y el alza de la bolsa. ¿Sabe esta lo que está haciendo, prediciendo una expansión importante y crecientes beneficios?. ¿Lo sabe el mercado de bonos, oliendo inflación?. ¿Son ambas cosas compatibles, o una es racional y la otra irracional?.

No son pocos los que siguen creyendo que los mercados financieros son aún "el más sensible de los indicadores y el más flexible instrumento para reflejar y expander información. Los mercados financieros miran inevitablemente hacia adelante porque concentran su atención en los tipos de interés, que miden directamente el futuro valor del dólar y traducen las expectativas en el campo económico". Es posible. Pero no son sólo economistas, sino también antiguos habitantes de Wall Street los que muestran su preocuapción cuando prevén que la bolsa acabará mal cuando se enfrente con la realidad de la situación. Un veterano de Wall Street, que no ve convulsión alguna a la vuelta de la esquina, asegura que ha de producirse a medio o largo plazo un serio conflicto de nivel mundial ocasionado por el obsceno déficit presupuestario, por el enorme déficit comercial y por la preocupante suma de bonos federales y de los estados en manos de los japoneses. "Veo a nuestro gran país agrícola comprador neto de productos agrarios extranjeros, y veo que hemos desmantelado enormes segmentos de nuestra industria básica", añade, para advertir a continuación sobre la explosión de la deuda privada, sobre la desaparición de toda política anti-trust coherente y sobre las absorciones de sociedades "a una escala que haría de los piratas del siglo XIX unos meros jugadores de croquet".

Y no es que los inversores no escuchen o no crean lo que señalan los que ven posibles peligros en el horizonte, pero no saben cuando salir y donde ir. El cuándo es un obstáculo importante por cuanto los que se encuentran dentro del mercado no saben a cuantos beneficios renunciarán por salirse del mismo. Como dice un antiguo proverbio bolsístico, la forma más fácil de arruinarse es estando acertado demasiado pronto. Pero también puede uno arruinarse estando acertado demasiado demasiado tarde.

Según otro proverbio, corresponde a la Reserva Federal retirar la bebida cuando la reunión empieza a estar demasiado alegre. Pero la reunión está ya muy alegre y los anfitriones, sobre todo el jefe de los servicios de la Casa Blanca, Donald Regan, están más interesados en echar al molesto presidente de la Reserva Federal que en retirar la bebida, termina diciendo Silk.

* * *

En una colaboración de A.M. Rosenthal parael "New York Times" que recoge el "Herald" se ponen de relieve algunas prácticas ilegales o quasi ilegales de uso común en el mercado neoyorquino de valores.

Una de las cosas ilegales es el negocio interior ("inside trading"), que consiste en aprovecharse de la posición de uno en una sociedad de inversión, o en una agencia, o en un periódico, o en una empresa, etc., para informarse de lo que va a suceder y vender esta información a terceros o utilizarla personalmente para hacer compras o ventas secretas.

El negocio interior puede hacerlo a uno rico pero también puede darle a uno un número en una prisión federal. Muchos nombres saldrán a la luz pública en las próximas semanas, o en los próximos meses, de personas que habrán obtenido uno de esos números.

Pero Wall Street está aún más preocupada por otras cosas que son aún legales pero que empiezan a oler a quemado para el público americano. Tal es el caso de los dirigentes de

sociedades que, temerosos de ser absorbidos, alejan a los pretendientes pagándoles mucho más dinero por las acciones en su poder de lo que podría obtener un accionista ordinario. Es lo que se llama "greenmail". Esto es legal en América, pero no debería serlo.

Otro caso es el de altos directivos o cuadros que se atribuyen pagos o primas para el caso de ser absorbidos.

Existen muchas otras cosas de este tipo, con las que los dirigentes se construyen una muralla de dinero alrededor de sus puestos y cargos. Todo ello indebidamente legal, pues carga sobre el accionista indefenso.

Existen absorciones ("takeovers") que son financiadas casis sin inversión de parte del comprador ("raider"). Estas absorciones están amparadas por bonos de alto riesgo ("junk bonds"), que son poco más que trucos financieros destinados a obtener dinero de los demás y de lo que resultará la adquisición de una sociedad, su venta y el consiguiente disfrute de las ganancias así obtenidas. Hay así absorciones o compras de sociedades que hacen perder muchos empleos, que arruinan industrias y que hacen a los Estados Unidos todavía menos competitivos frente a la competencia exterior.

Wall Street está asustada con todo ésto, y se dá cuenta de que el día que la gente reaccione se va a producir una avalancha de normas y de regulaciones que va a perjudicar a todo el mundo, tanto a los pillos como a las personas decentes.

* * *

"The Wall Street Journal" se refiere también al "insider trading" y a las tremendas injusticias a que puede dar lugar. Hace aún pocos años, dice, se creía que las transacciones desde dentro del mercado podían alcanzar formas tan diversas y tan sutiles que era imposible hacer nada contra ellas. Incluso llegó a decirse que eran buenas para la bolsa, "en el sentido de que movían los precios en la dirección correcta". Ahora bien, esta no podía ser la opinión de los accionistas ordinarios, quienes en ningún caso pueden aceptar que el presidente de una compañía les venda sus acciones justo antes de hacer públicas malas noticias, o que se las compre justo antes de anunciar noticias buenas.

Desde 1.981, la "Securitiesd and Exchange Comission" (SEC) ha planteado 125 casos de "insider-trading", por sólo 77 durante los 47 años anteriores. En los últimos 5 años, contando con la ayuda del colectivo empresarial y financiero, del público inversor, de la administración y del Congreso, las posibilidades del SEC de presentar y perseguir casos de fraudes en materia de acciones se han visto notablemente reforzadas...

* * *

LOS ARTICULOS DEL MES:

- <u>Donde va el dólar?.</u> (Una entrevista con Stephen Marris).
- DOBLE CRUZADA EN EUROPA.
 J. W. MIDDENDORF.

¿DONDE VA EL DOLAR?

Desde que el Fondo Monetario Internacional decidió, en su reunión de Jamaica, dejar libre la fluctuación de las monedas, se ha producido un auténtico baile de tipos de cambio entre las principales monedas respecto al dólar. Desde comienzos de la década de los 80 hasta la actualidad, el dólar norteamericano ha seguido dos caminos opuestos: Se revalorizó de 1.980 a marzo 1.985, y desde entonces no ha cesado en su camino descendente.

Tras alcanzar el dólar sus máximos históricos durante el primer trimestre de 1.985 se inicia un proceso de constante caída, con algunos dientes de sierra, que se sigue manteniendo. Las causas son las siguientes:

- 1. La economía norteamericana no presentaba en 1.985 las mismas perspectivas de crecimiento que en 1.984.
- 2. En la reunión de septiembre de 1.985 de los Ministros de Hacienda y Gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los Cinco, se acordó facilitar la apreciación de las monedas distintas al dólar, en especial el marco y el yen, para poder alcanzar unas paridades más acordes con la evolución económica de cada uno de los países.
- 3. La presión que provocaba el déficit público norteamericano sobre su moneda comenzó a suavizarse durante el verano de 1.985. No porque este se redujera, sino porque el Gobierno Norteamericano decidió poner fin al

mismo, de una forma gradual, para que pudiese desaparecer en 1.991.

4. La caída de los precios del petróleo durante 1.986, facilitó la depreciación del dólar con respecto al yen y al marco, puesto que tanto Japón como Alemania dependen mucho más del petróleo importado que los Estados Unidos.

Esta fuerte caída del dólar fue predicha por Stephen Marris, que durante veintisiete años fue Economista Jefe de la 0.C.D.E. En 1.983 se trasladó a Washington como asesor del Institute for International Economics. Ya más libre en sus movimientos intelectuales predijo el hundimiento del dólar.

La respuesta a esta difícil incógnita de cual será la evolución del dólar vendrá determinada por variables tan difíciles de predecir como son: la evolución del déficit comercial norteamericano, los logros de la política económica restrictiva del Gobierno Norteamericano, tendente a reducir el déficit público de ese país, y el nivel de crecimiento de los principales países desarrollados.

Nos ha parecido de interés ofrecer en este primer número de "CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA", el texto de una entrevista concedida por Stephen Marris a la revista "L'Expansion" y aparecida en el número de enero/febrero de dicha publicación, coincidiendo con la edición francesa de la obra de Marris "Los déficit y el dólar: la economía mundial en peligro".

"EL DOLAR VA A CAER HASTA SU NIVEL MAS BAJO"

Entrevista a Stephen Marris realizada por Philipe Lefournier ("L'Expansion", 23 de enero/5 de febrero, págs. 18 y 19).

Philippe Lefournier. En 1.985, usted anunció una caída del dólar, que se ha producido efectivamente... ¿prevé que vaya a seguir cayendo?.

Stephen Marris.— A finales de 1.986, los tipos reales del dólar se encontraban ¡a menos de un 1% de mi previsión!. Me equivoqué en cambio respecto a la evolución de los tipos de interés en los Estados Unidos: se ha producido a un tiempo una baja del dólar y una baja de los tipos de interés, con una reducción incluso de la diferencia entre los tipos americanos y los tipos extranjeros.

Ph. L.- El "hard landing" (aterrizaje forzoso) que usted temía no ha ocurrido finalmente. Pero sigue opinando que ya se verá lo que es bueno...

S. M.- Exactamente: yo sigo pensando que se va a producir el "hard landing". Por la sencilla razón de que los desequilibrios internos y externos de Norteamérica sólo podrán corregirse tras un periodo de varios años. El punto de partida está todavía más degradado de lo que se creía.

Ph. L.- ¿Más que en 1.979 (con Carter)?.

S. M.- Desde luego. Piense usted que, en el mes de noviembre todavía, ¡la tasa de cobertura de los intercambios americanos ha sido inferior al 50%!.

Ph. L.- ¿Y por ello el dolar ha bajado enormemente?.

S. M.- Desde su máximo a principios de 1.985, ha bajado por término medio un 29%, según el F.M.I.; y de un 20 a un 25% según la Banca Morgan, que toma en consideración las monedas de los países en vías de desarrollo. Pues bien, si se mantiene esta tónica, el déficit de la balanza por cuenta corriente norteamericana, que llegó a ser de 135.000 a 140.000 millones de dólares en 1.986, se reducirá hasta unos 110.000-120.000 millones de dólares en 1.987, y hasta unos 80.000-90.000 millones en 1.988 (estas previsiones son más optimistas que las de la 0.0.00.E.), pero volvería a ser de más de 100.000 millones en 1.990. Esto supone para los Estados Unidos un endeudamiento exterior acumulado de unos 700.000 a 800.000 millones al final de la década.

Ph. L.- Son cifras colosales. Sin embargo, los capitales que superabundan, simétricamente, en Japón y Europa, ¿acaso disponen de algún otro lugar para invertirse que no sea los Estados Unidos?.

S. M.- ¡Conozco el argumento!. Es muy cierto que, cada mes, los extranjeros prestan a los Estados Unidos más de 10.000 millones de dólares, y también es cierto que están perdiendo continuamente con los tipos de cambio. Pero han ganado con la Bolsa más de lo que han perdido con el cambio.

Ph. L.- Hasta ahora...

S. M.- En efecto. La verdadera pregunta que cabe plantearse es la siguiente: ¿a qué cambio y a qué tipo de interés se mostrarían dispuestos los extranjeros a financiar los déficit americanos?. Yo me temo que estos tipos no serían compatible con el crecimiento americano. Las presiones que se re-

gistran en los mercados de cambio acabarían por desbordar los mercados financieros. Para contrarrestar la pérdida de confianza, las autoridades no tendrán elección: se verán obligadas a asestar un fuerte golpe, a establecer restricciones monetarias, y a comprimir el déficit presupuestario. Va a tratarse de una crisis de estabilización impuesta por el exterior, crisis que se conoce muy bien en Europa, pero que no se había dado nunca hasta ahora en los Estados Unidos de América.

Ph. L.- En su opinión, el alza de los tipos de interés, ¿no puede dejar de discurrir paralelamente al deslizamiento de la moneda?.

S. M.- Hemos tenido indicios de ello en abril de 1.986, y más adelante en septiembre. Para mí, es algo inevitable. Nos lo enseña la historia: en todos los episodios de baja de las monedas, el desbordamiento de los mercados de cambio se produce al final de la baja, como ocurrió con el dólar en 1.979-1.980, o en el caso de la libra esterlina. Así es la psicología de los mercados de cambio: siempre que se hunde alguna moneda, los operadores, lejos de pensar que ha tocado fondo, se ponen a revisar a la baja sus anticipaciones. Se necesitan plazos mínimos... Tuvieron que transcurrir tres años para que se creyera en el milagro Reagan, y hasta 1.984 ustedes mismos no empezaron a publicar artículos "comprensivos"...

Ph. L.- "El nuevo Nuevo Mundo"...

S. M.- ¡Se necesitarán también otros tres años para convencerse de que el milagro nunca existió!. Se ha dado una circunstancia que favoreció el <u>bull market</u> (despegue de la Bolsa): el hundimiento de los precios del petróleo. De tal

suerte que la inflación se redujo paralelamente a la baja del dólar: el sistema americano de precios es más sensible a los precios petrolíferos que el de otros países. La reaceleración de la inflación hasta un 3 o un 4%, que es la que se prevé en los Estados Unidos, puede no parecer catastrófica; ahora bien, en comparación con las cifras bajísimas que se esperan en Alemania y Japón, esto va a suponer un aumento del diferencial de inflación de 3 ó 4 puntos. Y esto es lo que cuenta en los mercados.

Ph. L.- ¿Cuáles son sus previsiones a la vista de estos análisis relativos al periodo 1.987-1.988?.

 $\underline{S. M.-}$ Yo encuentro que las previsiones oficiales, o las de la O.C.D.E., son demasiado optimistas. Cabe la posibilidad de que se consiga evitar en los Estados Unidos una recesión clásica por la influencia que ejercerá la recuperación de comercio exterior. Pero no se conseguirá ese 3% de crecimiento que suponen la mayoría de las previsiones: será únicamente entre el 1 y el 2%. Ningún componente de la demanda interior va a ayudar en este sentido: la política presupuestaria será restrictiva por vez primera desde 1.980, a causa de la desaceleración de los gastos militares (que reducirán a su vez el PNB en un 1%); las inversiones se deprimirán por los efectos de la reforma tributaria; el consumo no podrá sino desacelerarse después del vigor que ha mostrado en 1.986, consecutivo a un endeudamiento record de los hogares americanos y una tasa de ahorro inferior al 3% de sus rentas disponibles.

Ph. L.- Lo único que podrá tirar entonces será...

<u>S. M.-</u> ... la recuperación de la balanza comercial, que puede llegar a representar hasta un punto del PIB. Esta es la razón por la que yo no preveo una recesión clásica en los Estados Unidos. La inversión de la situación no por ello dejará de ser notable con respecto a la que se dió en el periodo 1.980-1.985, cuando América era la locomotora de la economía mundial. A partir de ese momento, Alemania, con ella Europa entera, y también Japón van a experimentar una doble conmoción. En primer lugar, la mejora de la balanza comercial americana puede neutralizar más de un 2% del PNB de Europa y Japón. Ahora bien, se trata de un efecto que no se ha dejado sentir todavía, a pesar de que Japón se encuentra ya al borde de la recesión. Del mismo modo, la disminución de las exportaciones por parte de Alemania puede llegar a comprometer su crecimiento. Por otra parte, las importaciones de la OPEP, que ya se han reducido en unos 50.000 millones de dólares, van a tener que recortarse todavía en otro tanto. La baja de los precios de las materias primas, estables en dólares... pero con una disminución del 20% en términos reales, podría obligar también a los productores a reducir sus importaciones en unos 40.000 millones.

Ph. L.- ¿Cuál srá la resultante de todos estos efectos?.

S. M.- No se conseguirá seguramente más de un 3% de crecimiento fuera de los Estados Unidos: más bien menos de un 2%. ¡Y hay que tener en cuenta que no incluyo en esta cifra el "hard landing" del dólar!. Ahora bien, algo puede desmoronarse - ¿ó va a desmoronarse? - en los próximos doce meses. Las perspectivas son desde luego más sombrías de lo que se piensa para el segundo semestre de 1.987 y para 1.988.

Ph. L.- Todos los cálculos coinciden en afirmar que se necesita como mínimo un crecimiento mundial del 3% para que los países en vías de desarrollo puedan garantizar el pago de su deuda.

S. M.- Sí, en efecto. Y no se ha dejado de rozar esta cifra desde 1.984. Si se cae por debajo de ella, los países endeudados volverán a ser absorbidos por el círculo vicioso que los mantiene "atenazados". El otro elemento devastador es el alza de los tipos de interés.

Ph. L.- La cooperación internacional ha permitido hasta el momento evitar la catástrofe.

S. M.- Lo que ha hecho es retrasar el proceso de pérdida de confianza. Los gobiernos han tenido tiempo para percatarse de la situación, y han actuado en consecuencia. Así han reaccionado los japoneses, a pesar de que su cambio de política sigue siendo insuficiente. Los alemanes se muestran más reacios, pero, habida cuenta de su especialización en bienes de equipo pesados, serán los últimos en verse afectados por la desaceleración de la economía mundial. En cualquier caso, los desequilibrios son tan enormes desde un principio, y es tan considerable la rectificación política que implican, que cabe temer que el cambio no vaya a producirse con la rapidez suficiente.

Ph. L.- Así, pues, según usted, el dólar bajará en todos los casos.

S. M.- Exactamente. El dólar va a caer más bajo que el mínimo que registró en 1.979-1.980 a causa de "la reinflación" relativa de la economía americana y de su excesivo endeudamiento.

DOBLE CRUZADA EN EUROPA (*)

En el momento de dejar mi puesto de Embajador quiero manifestar mi admiración por el resurgir de la iniciativa individual en Europa, después de dos décadas de creciente intervencionismo estatal. Ahora, incluso los gobiernos socialistas acogen ideas, tan heréticas hasta hace poco, como la privatización, la liberalización, la reducción de los impuestos y la propiedad generalizada de acciones inmobiliarias. Sobre todo Gran Bretaña y Francia se han mostrado particularmente activas en promocionar una política económica basada en tales principios.

La administración Thatcher ha privatizado, desde 1.979, trece grandes compañías, y tiene el propósito de transformar otras cuatro antes del término de la presente legislatura. Más de 11.000 millones de dólares en propiedad estatal y 400.000 puestos de trabajo han vuelto así al sector privado. Más de cuatro millones de inversores individuales solicitaron el pasado mes la compra de acciones de British Gas, en la más ambiciosa operación privatizadora emprendida hasta ahora en el Reino Unido.

En Francia, la administración Chirac puso en marcha su plan de privatización ofreciendo con gran éxito al público 28 millones de acciones de Saint-Gobain, el gran conglomera-

^(*) El artículo que, en lo esencial se transcribe a continuación, se debe a J.W. Middendorf, hasta ahora Embajador de los Estados Unidos en las Comunidades Europeas, y ha sido publicado en "The Wall Street Journal" (19-2-1.987).

do del sector vidrio. La venta supuso un ingreso de 1,3 mil millones de dólares para el Tesoro francés. Para los próximos cinco años el gobierno francés espera desnacionalizar 65 compañías, de un valor aproximado de 33.000 a 50.000 millones de dólares.

No menos de once países industriales se proponen vender en 1.987 todas o parte de sus empresas nacionalizadas. En los Estados Unidos, donde la empresa pública ha ocupado siempre un modesto lugar, la administración Reagan ha recibido el consentimiento del Congreso para vender Conrail, el sistema ferroviario de propiedad federal. La venta puede proporcionar unos 2.000 millones de dólares en el presente año fiscal. El presidente, por otra parte, ha pedido al Congreso autorización para vender las reservas de petróleo de la Marina, por un importe de unos 2,2 mil millones; centrales eléctricas por 14,2 mil millones, y alrededor de 5.000 millones de créditos federales.

Los programas privatizadores de Gran Bretaña y de Francia, al expander la propiedad del capital entre amplios segmentos de la población, han supuesto el inicio de un cambio de actitud acerca del capitalismo. La coparticipación accionaria ya no es contemplada sólo como algo exclusivo de las clases más acomodadas, sino como una opción inversora para ciudadanos de todas las clases, incluyendo a los empleados de las compañías privatizadas, que se sienten así vinculados al éxito de sus empresas. De esta forma se quiebra la vieja distinción entre patrón y obrero.

Laventa de activos públicos en el Reino Unido ha más que duplicado el número de accionistas británicos, que ha superado los seis millones. De estos, más de 430.000 son emplea-

dos de las empresas privatizadas, lo que supone un 87% de los efectivos totales de las mismas. La operación Saint-Gobain en Francia supuso un incremento del 20% del total de accionistas franceses, que pasó de 1,5 a 1,8 millones. El gobierno francés reservó 2,8 millones de acciones de la citada compañía para los empleados de ésta, y ha establecido como objetivo para futuras privatizaciones, que el 10% de la propiedad quede en manos del personal de la propia empresa.

Un total de tres millones de franceses solicitaron acciones en la privatización del Banco Paribas, la segunda gran acción desnacionalizadora del gobierno Chirac. Antes de su nacionalización, en 1.982, el banco contaba sólo con 150.000 accionistas.

Las primeras impresiones apuntan que la privatización y el reparto de la propiedad de las empresas se ha traducido en una eficacia y en unos resultados positivos. "Brittish Telecom", por ejemplo, ha eliminado las largas listas de espera para la instalación de nuevos teléfonos, que tan ingratas resultaban para los usuarios. El precio de las acciones, por lo demás, se ha cuadruplicado desde que fueron ofrecidas al público en 1.984. Los beneficios antes de impuestos del "National Freight Consortium" subieron el 70% en 1.985, multiplicándose por seis desde la desnacionalización en 1.982. "Cable and Wireless" ha visto sus ganancias cuadruplicadas también desde que se privatizó en 1.981. Algo parecido ha ocurrido con "Amersham", que duplicó sus beneficios desde que pasó al sector privado en 1.982. "Jaguar" pasó de una situación próxima a la quiebra y a la desaparición en 1.984 a encabezar la lista de exportadores de automóviles británicos últimamente. "British Aerospace" ha triplicado sus beneficios desde 1.981. Creo que veremos resultados parecidos en Francia en los años próximos.

La administración Thatcher dió otro importantísimo paso en la recuperación de la iniciativa individual en 1.979, cuando redujo el máximo impositivo para las rentas individuales de 83% al 60%. Sin embargo, si tengo algo que criticar a la política económica británica es la resistencia del gobierno conservador a proseguir la reducción de dichos impuestos, como medio de incrementar la inversión y de reducir el 13% de paro crónico. El presente 60% impuesto a las personas que ingresan más de 61.000 libras es aún un desincentivo para la puesta en marcha de iniciativas y para la mejora de la productividad. En enero de 1.988, el más bajo tipo británico, del 29%, será superior al más alto de Estados Unidos del 28%.

Los tipos de Estados Unidos serán los más bajos del mundo industrial. Tanto Gran Bretaña como otros países están justamente preocupados ya que si no reducen considerablemente sus impuestos tendrán que hacer frente a una progresiva emigración de científicos, ingenieros y gente emprendedora que tan necesarios son en sus respectivos países de origen.

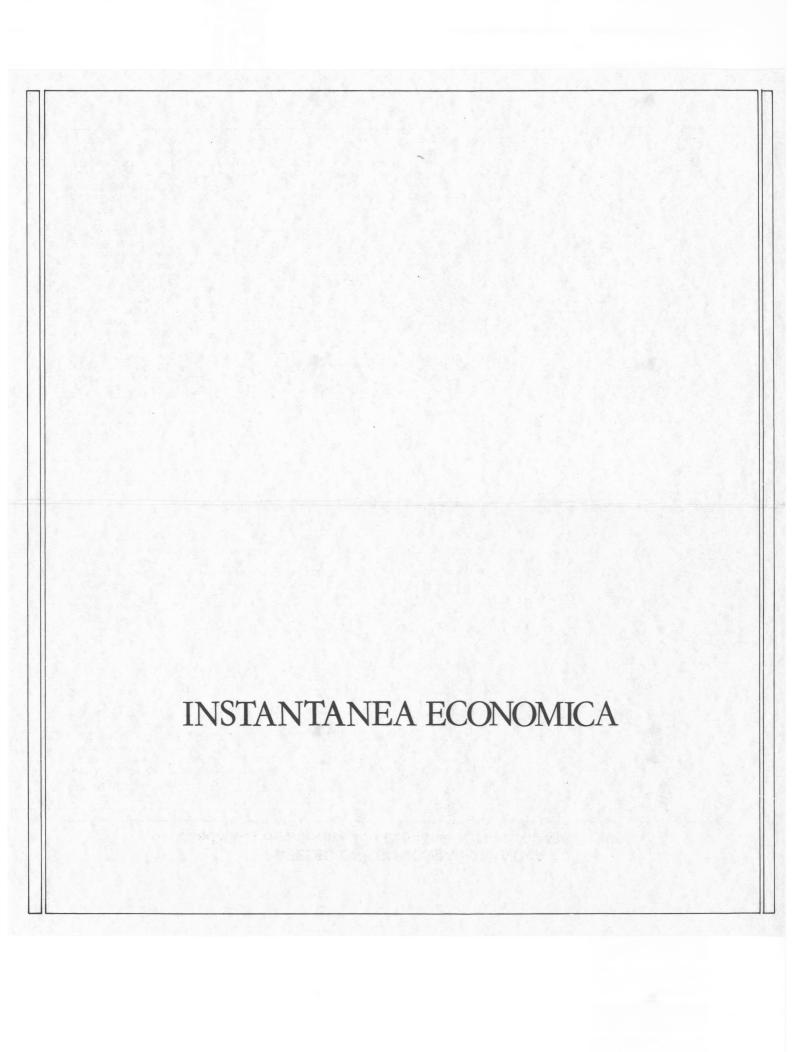
Dándose cuenta sin duda de esta situación provocada por el nuevo "reto americano", Francia ha bajado sus tipos superiores del 65% al 58%, con la idea de bajarlos aún más, al 50%, en 1.990. Los italianos los han bajado del 62% al 56%. Japón introducirá, este año, la más comprensiva reforma fiscal desde la Segunda Guerra, y Canadá está preparando también un amplio programa de reducción de impuestos.

Las rebajas impositivas para los grandes perceptores de rentas son, de acuerdo con la creciente evidencia empírica,

uno de los medios más sencillos y más efectivos de aflorar fondos sumergidos, de vitalizar recursos improductivos y de recuperar capitales huidos. Estudios realizados sobre las reducciones impositivas de 1.979 en el Reino Unido han puesto de relieve que la renta aumentó después de las rebajas, a pesar de la recesión del momento. El 5% de los más altos contribuyentes británicos aportaron el 26,7% del total de los ingresos por renta, frente al 24% antes de la reducción.

En el mismo sentido, un reciente estudio de Lawrence Lindsey, de Harvard, para el "National Bureau of Economic Research", puso de manifiesto que los Estados Unidos, con la rebaja de impuestos de 1.981, ingresaron 8.000 millones más de los perceptores de rentas de 200.000 dólares o más que si se hubieran mantenido los impuestos de 1.979. Este estudio, así como otros realizados por Alvin Rabushka, de Stanford, y Bruce Bartlett, de la Heritage Foundation, en cien países en desarrollo muestran que el mayor provecho de la política de gravar a los ricos se obtiene reduciéndoles los altos tipos impositivos.

Lo que se constata hoy a lo largo y ancho del globo es que la administración del pueblo es más efectiva que la dirigida burocráticamente. La presente etapa de lento -pero sostenido crecimiento económico- tiene que desembocar inevitablemente, en un momento dado, en una recesión. Aquellos con cortos puntos de mira criticarán el sistema y pedirán que los gobiernos lleven a cabo los cambios estructurales que hagan falta, como ocurrió en los años treinta. Por esto es imperativo que el máximo de público sea convertido a la corriente liberal en este momento de relativa prosperidad.



PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA Cuadernos de Información Económica. Núm. 0 - Marzo 1987

경기 보다 하는 사람들은 사람들이 되었다.	Período de referencia	Variación Intermensual	Variación acumulada del año
1. Sistema financiero			
Activos líquidos en manos del público (ALP)	Diciembre 1986	13,4	11,4
Disponibilidades líquidas (M ₃)	Diciembre 1986	12,9	3,9
Depósitos en la Banca	Diciembre 1986	8,5	-4,4
Depósitos en las Cajas	Diciembre 1986	19,7	12,0
Financiación total	Diciembre 1986	2,5	
Financiación del sector público	Diciembre 1986	-7,8	12,3
Financiación del sector privado			18,3
	Diciembre 1986	9,0	9,1
Crédito Banca	Diciembre 1986	8,1	7,7
Crédito Cajas	Diciembre 1986 Diciembre 1986	15,3 1.420,7	16,2 -3,0
		Diciembre 1985	Media mensual
Tipos de interés:			
Préstamos regulación monetaria (un día)	Diciembre 1986	10,5	11,7
Ventas pagarés del Tesoro (un año o más)	Diciembre 1986	9,5	7,5
Mercado interbancario: Depósitos (tres meses)	Diciembre 1986	10,5	11,8
Mercado bursátil: Pagarés Tesoro (un año o más)	Diciembre 1986	9,2	7,7
Interés bancario: Crédito bancario a interés fijo	Diciembre 1986		
Interes bancario: Crédito Cajas a interés fijo	Diciembre 1986	15,5	14,7 (Nov.)
		15,6	15,1 (Nov.)
Bolsa de Madrid (diciembre 1970 = 100). Acciones	Diciembre 1986	298,34	208,3 (%)
	Período de referencia	Variación sobre igual períodc anterior	Variación acumulada del año
2. Precios y salarios			
ndice precios al consumo	Enero 1987	6,0	0,7
Diferencial CEE	Enero 1987	3,2	0,4
Precios industriales	Noviembre 1986	-1,4	1,1
Precios agrícolas	Noviembre 1986	13,5	8,7
Salarios convenio	Diciembre 1986	8,2	8,2
Ganancia por persona	Noviembre 1986	11,2	11,8
8. Producción y demanda			
ndice de producción industrial	Octubre 1986	1,4	3,1
Consumo de electricidad	Enero 1987	1,5	1,5
Consumo de gasóleo automoción	Diciembre 1986	8,2	7,6
Consumo de cemento	Octubre 1986	3,1	10,5
Cartera pedidos industriales (opinión neta)	Noviembre 1986	-23,0	-30,5
Nivel de stocks productos acabados	Noviembre 1986	10,0	13,0
Tendencia de la producción	Noviembre 1986	-4,0	2,5
Clima coyuntural	Noviembre 1986	-14,0	-10,5
Matriculación de camiones y furgonetas	Noviembre 1986	24,4	24,7
Matriculación de turismos	Noviembre 1986	39,0	18,5
Consumo de gasolina	Diciembre 1986	14,2	8,2
/isitantes extranjeros	Diciembre 1986	10,7	10,8
/ariación del empleo		2,7	2,1
Paro registrado	Enero 1987	5,9	5,9
I. Sector exterior			
mportaciones CIF (volumen)	Diciembre 1986	-3,3	17,6
Exportaciones FOB (volumen)	Diciembre 1986	-12,6	-3,1
Balanza de pagos por cuenta corriente (millones de dólares)	Diciembre 1986	-55,6	4,962
Reservas exteriores (millones de dólares)	Diciembre 1986	17,327	17,327
	D:-: 1000	12/17	
Cambio del dólar (pesetas)	Diciembre 1986	134,7	140,0