

ECONOMIA INTERNACIONAL

CRONICA DE LA ACTUALIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL

Ricardo Cortes

Dedicaremos esta crónica a los asuntos siguientes:

1. Coincidencia entre las recesiones económicas y las crisis comunitarias.
2. Los institutos de coyuntura alemanes critican la política del Bundesbank sobre tipos de interés.
3. El nuevo gobierno francés cambia el mix de las políticas monetaria y fiscal.
4. El G7 (grupo de los 7 países industriales más ricos) quiere obligar al FMI y al Banco Mundial a cambiar su política de ayuda a los países excomunistas.
5. La reciente subida del precio del oro ¿se trata de una maniobra especulativa?.

1. Coincidencia entre la crisis económica y la crisis comunitaria.

Es muy fácil ser profeta después del evento y explicar por qué una política determinada tenía necesariamente que fracasar. Desde el atasco en la construcción de la unión europea que empezó bruscamente con el no danés al Tratado de Maastricht se ha dicho repetidas veces que naturalmente eso tenía que ocurrir, que en una época de recesión no se puede avanzar en la construcción de la unidad europea, que fue un error intentarla durante una recesión, como prueba la experiencia: en cuanto la economía entra en recesión el impulso unificador se atasca e incluso retrocede un poco.

Desde luego esta coincidencia entre las recesión económica y el atasco comunitario es un hecho innegable y lógico: la construcción de un mercado único y de la libre circulación de capitales y personas no es difícil de realizar en un período de prosperidad económica. Los trabajadores que quedan en paro porque sus empresas no han podido resistir la competencia acrecentada causada por el Mercado Unico encuentran fácilmente empleo en las ramas industriales que están creciendo fuertemente a causa de la prosperidad. Si hay recesión, por el contrario, esos trabajadores en paro tendrán que luchar para conseguir trabajo con los que lo están a causa de la recesión, y encontrar trabajo para todos es muy difícil, quizá imposible a corto plazo: por ello la instauración del mercado único durante una recesión supone permitir que el paro aumente hasta límites insostenibles. El creer que ese aumento podrá evitarse es dar prueba de

un optimismo exagerado. ¿No sería mejor -dicen los partidarios de la cautela, que sin embargo pueden ser (muchos lo son) partidarios de la Unión Europea- ir despacio por ahora, aplicar medidas de salvaguardia siempre que sea posible, dismantelar la protección intracomunitaria con más calma, y esperar a que pase la recesión, para evitar daños y paro que pueden hacer que la gente se vuelva antieuropea?

Los partidarios de la cautela la aplican igualmente al Sistema Monetario Europeo (SME) en su fase actual de libre circulación de capitales y paridades fijas pero ajustables en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC). En una época de recesión como la presente -argumentan los partidarios de la cautela- puede que sea absolutamente necesario bajar los tipos de interés para ayudar a un país determinado a salir de la recesión; ahora bien, si a causa de la recesión misma (que hace que los especuladores, o los gerentes de fondos de inversión, desconfíen de las posibilidades económicas del país) la moneda del país está en peligro de salirse de la banda del MTC, para evitarlo no habrá más remedio que devaluar respecto a la "moneda ancla" del sistema, el *deutschmark* (DM), o si no mantener altos los tipos de interés, lo que agravará la recesión, entrándose así en un círculo vicioso que acabará con la devaluación o con la salida del país del SME después de haber perdido en vano una parte importante de sus reservas de divisas.

Según los que así argumentan hay un hecho, insospechado cuando se fundó el SME, que hace que en las presentes circunstancias el SME tenga consecuencias aberrantes: su función fundamental, que lo hizo atractivo, fue proporcionar un "ancla antiinflacionaria", el DM, a las monedas del sistema. Se esperaba, con todo fundamento, que Alemania seguiría siendo el país de la CE con menor inflación y menos déficit fiscal y que por lo tanto no tendría que acudir al remedio de tipos de interés altos para contener la inflación. No ha ocurrido así a causa de un hecho inesperado e irrepetible, la reunificación alemana, que ha causado inflación y fuertes déficit fiscal y de cuenta corriente, obligando al Bundesbank a mantener tipos de interés muy altos. Todo el mundo da por seguro de que Alemania, después de digerir su parte oriental, volverá a ser el país sólido y próspero y de moneda estable que era antes y bajará los tipos a los niveles anteriores; pero esa digestión, según los institutos de coyuntura alemanes, se prolongará hasta bien pasado el año 2000, y entre tanto se mantendrán esos tipos de interés altos. El mantener la paridad con el DM en las circunstancias actuales tiene un efecto muy dañoso: obliga a mantener tipos de interés altos que impiden al país el salir de la presente recesión. El país que se obstina en mantener la paridad de su moneda con el DM acabará por abandonarla para poder salir de la recesión.

Los que así piensan aducen los ejemplos británico, italiano, irlandés, español, portugués, sueco y finés (en estos dos últimos ejemplos las monedas en cuestión no estaban en el SME, pero sus gobiernos habían fijado unilateralmente sus paridades con el ecu, lo que para el caso que nos ocupa viene a ser lo mismo). Todos estos países lucharon en vano contra los especuladores, perdieron la batalla y se vieron obligados a devaluar o a salirse.

Sin embargo los que así piensan olvidan el ejemplo francés. En este caso los datos fundamentales de la economía francesa no justificaban una devaluación del franco francés (FF) sino más bien al contrario, su revaluación frente al *deutschmark* (DM): la inflación y el déficit fiscal franceses son inferiores a los alemanes, y la balanza de cuenta corriente francesa arroja un ligero superávit, 3,1 mil millones de dólares en 1992, frente a un déficit de la alemana de 24,4

mil millones Enero de 1993 inclusive. Como los mercados están convencidos de que, pasada la indigestión causada al digerir la desastrosa economía de Alemania Oriental, la economía alemana volverá a su prosperidad habitual, mientras que la economía francesa, por próspera que esté ahora, en opinión de los mercados siempre será más frágil que la alemana, los especuladores siguen fiándose más del DM que del FF por más que los datos fundamentales hoy digan lo contrario. Por ello se han venido repitiendo ataques especulativos contra el FF, que sin embargo han sido siempre vencidos gracias al apoyo, hasta ahora ilimitado, del Bundesbank al Banco de Francia, un apoyo que parece ha convencido a los especuladores (al menos por ahora) que estaban perdiendo dinero en vano atacando al FF, hasta el punto de que el 17 de Mayo el tipo de interés oficial francés estaba ligeramente por debajo del alemán sin que haya una avalancha de fondos del FF al DM, algo impensable no hace mucho.

Se podría pues concluir que si los datos fundamentales de una moneda no justifican su devaluación y el Bundesbank promete apoyarla indefinidamente, la moneda en cuestión podrá resistir los ataques de los especuladores. En el caso francés eso es cierto hasta ahora, a pesar del enorme volumen de dinero volátil (*hot money*) en manos de los especuladores que salta de una moneda a otra para aprovecharse de una futura devaluación. Del equivalente de un billón (un millón de millones, no el billón anglosajón que es sólo mil millones) de dólares que cambian de moneda cada día, sólo un 5% se realiza para cubrir operaciones de compraventa de mercancías e inversiones directas o a largo plazo; el resto se hace con fines especulativos, para ganar dinero después de que la moneda atacada devalúe y el dinero volátil (*hot money*) vuelva a donde salió con la ganancia consiguiente. Aunque los datos fundamentales de la moneda atacada no lo justifiquen, si se echa encima la avalancha especuladora es muy difícil resistirla, a menos que una declaración solemne del Bundesbank y del banco del país atacado asegure que no se va a devaluar, y que los especuladores se lo crean. Es lo que ha ocurrido con las maniobras para "devaluar" el franco francés el mes pasado: la declaración solemne de ambos bancos, el Bundesbank y la Banca de Francia asustó a los especuladores hasta el punto -algo inaudito- en que la Banca de Francia ha podido bajar los tipos aunque el Bundesbank, en su reunión del jueves 13 no lo hizo, (tampoco lo hizo en su reunión del 20), y aun así el FF continuó por encima del DM en la escala del SME. Sin embargo puede que sea prematuro dar la batalla por ganada.

En el caso español, antes de la reciente devaluación de la peseta en un 8% el 13 de Mayo, se daba lo primero, datos fundamentales buenos, como declaró el propio Bundesbank, pero no lo segundo, ya que los mercados creían que el Bundesbank, aunque empezó apoyando a la peseta acabaría por cansarse y dejaría de apoyarla si el ataque especulativo continuaba, y no hubo más remedio que devaluar.

Por eso los especuladores acabaron ganando. No era seguro que el Bundesbank estuviese dispuesto a ayudar al Banco de España con la misma firmeza con que ayudó al de Francia. Después de todo la alianza franco-alemana es la base de la CE y el España no goza de esa relación preferente. Según una información fiable en la reunión del Comité Monetario el 13 de Mayo la delegación española pidió una devaluación del 10%. Es posible que a cambio de conformarse con el 8% haya conseguido una promesa de ayuda si se repiten los ataques especulativos a causa de la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones legislativas del 6 de Junio próximo.

¿Qué hemos de pensar sobre la argumentación expuesta más arriba? ¿No tendrán razón los que piensan que hay que salirse del SME aunque los datos fundamentales no lo justifiquen, para poder bajar los tipos de interés y reavivar así la economía?

Aparentemente esa argumentación es irrefutable. Sin embargo una experiencia, si no igual análoga, el famoso *stop-go* (parón y arranque) británico parece contradecirla, aunque las circunstancias difieren. Ya desde principios de la postguerra los períodos de prosperidad relativa de la economía británica causados por una política de bajos tipos de interés y/o déficit fiscales han acabado causando inflación, déficit en la balanza de pagos y huida de capitales desde la libra esterlina a otras monedas. Después de cada período de alegría monetaria y fiscal el gobierno británico no tuvo más remedio que dar marcha atrás, subir los tipos y/o reducir el déficit. ¿No va a pasar lo mismo en España si se opta por una solución de facilidad, sale España del SME y se bajan los tipos? ¿No es muy probable que, si se hace eso, tras una época de prosperidad pasajera, se desencadene la inflación y acabemos peor de lo que estábamos, un peligro tanto más grave cuanto que España ha sido siempre un país muy propenso a la inflación? ¿No será nuestra pertenencia al SME el único medio de obligarnos a seguir políticas monetarias y presupuestarias racionales y de renunciar a alegres políticas populistas que hasta ahora siempre acaban en desastre? El acudir a ellas para salir del paso ¿no será simplemente un pretexto para evitar el tomar medidas estructurales (política de rentas, moderación salarial, movilidad del trabajo, abandonar los subsidios a industrias inviables, supresión de las restricciones a la libre competencia) impopulares pero necesarias?

2. Diferencias entre el Bundesbank y los institutos de coyuntura sobre tipos de interés.

Aunque el 12 de Mayo el Bundesbank bajó el tipo de interés *repo* (compra de certificados de depósito con pacto de reventa, en este caso a los 14 ó 28 días) del 7,71% al 7,60, una baja inesperada, que fue precedida el 22 de Abril por la del tipo de descuento del 7,5 al 7,25% y del Lombard del 9 al 8,5%, y por la del *repo* el 28 de Abril del 8,09 al 7,71%, los demás países del SME siguen protestando contra la supuesta testarudez del Bundesbank, que en su opinión baja los tipos demasiado despacio. Además los célebres cinco "Institutos para la investigación de la coyuntura" ("Institutë für Wirtschaftforschung") de Alemania, que ahora son seis al haberseles incorporado el de Halle de su parte oriental, han publicado un informe conjunto recomendando una baja en los tipos. Por ello merece la pena exponer los argumentos del Bundesbank defendiendo su posición y los de los seis institutos de coyuntura atacándola.

La resistencia del Bundesbank en bajar los tipos se debe a que cree que, dada la estructura de los mercados de capital y monetario del país, lo que de veras importa es mantener bajos los tipos de interés a largo plazo. Los a corto, determinados por el *repo*, el de descuento y el Lombard, aunque importantes, son menos decisivos para el desarrollo de la economía. Y quien de veras fija los intereses a largo, a través de los precios de los bonos a 10 años, es la opinión de los inversores respecto a la inflación futura y al recurso futuro al mercado de las administraciones públicas.

En efecto en Alemania los tipos a largo determinan las inversiones y el desarrollo económico mucho más que en otros países, al influir decisivamente en la construcción de viviendas y en las

inversiones industriales. En Alemania los créditos hipotecarios se conceden a tipos de interés fijos, ligados a los de los bonos a largo plazo, mientras que por ejemplo en Gran Bretaña se hacen a tipos flotantes, dependientes de los tipos a corto. Según el conocido banco de negocios de la City Kleinwort & Benson en Alemania sólo un quinto de los créditos comerciales se hace a los tipos a corto, los del resto vienen determinados por los tipos a largo plazo, que afortunadamente para la economía alemana han bajado de 8,6% a primeros de Agosto a alrededor del 6,5% a fines de Abril gracias a que los inversores se fían del Bundesbank, saben que no tolerará la inflación y que está decidido a bajar la actual de algo más del 4% hasta un 2%. Por ello están dispuestos a aceptar rendimientos moderados de los bonos a largo que en otros países más propensos a la inflación serían impensables. En resumen, según esta opinión defendida por Herr Schlesinger, presidente del Bundesbank, el rigor del Bundesbank no sólo no estrangula el crecimiento de la economía alemana, sino que la favorece, haciendo bajar los tipos a largo que determinan la inversión futura y por lo tanto el crecimiento económico. Por eso recalca en sus declaraciones que una política agresiva de baja de los tipos "tendría consecuencias negativas para el DM y los mercados alemanes de capital". Se defiende contra la acusación de que su política es la causa de altos tipos en el resto del SME: "La baja en los tipos franceses prueba que el factor decisivo para determinar los tipos es la credibilidad de las políticas respectivas dentro del SME. Francia tiene tipos más bajos que los alemanes". El Bundesbank va a continuar su política de bajar los tipos en pequeños pasos y sin precipitación. Los analistas creen que el tipo de descuento podría bajar hasta el 6% a fin de año.

Esta argumentación del Bundesbank no ha convencido a los seis Institutos de Coyuntura, que el 4 de Mayo publicaron un informe conjunto criticando la política de altos tipos de aquél. Según ellos el PIB de Alemania Occidental bajará este año un 2%, y el de todo el país un 1,5%, pero si el Bundesbank rebaja progresivamente los tipos este año la recuperación empezará el último trimestre. También critican ásperamente al gobierno, por permitir un aumento excesivo del déficit fiscal, que debería haber sido evitado reduciendo el gasto público, y por aumentar excesivamente la carga fiscal. Aún más dura es su crítica a los sindicatos, por haber declarado la huelga en Alemania Oriental para conseguir la pronta igualación de los salarios metalúrgicos orientales con los occidentales, aunque su productividad sea escandalosamente inferior a la de éstos.

A pesar de todo creen que la recesión ha tocado fondo o está muy cerca del mismo y que pronto acabará la baja en la inversión si el Bundesbank continúa bajando los tipos, aunque ello no impedirá que el paro siga aumentando hasta llegar a 3,55 millones este año. El informe acentúa que el objetivo fundamental debe ser acabar lo antes posible con la recesión en Alemania Occidental, algo indispensable para que la tímida recuperación de la parte oriental no se atasque, aunque reconocen que ello causará inevitablemente un aumento del déficit fiscal durante los próximos años, previsto en el famoso "Plan de solidaridad" aprobado hace poco por el gobierno federal, los de los estados y los sindicatos, descrito en el número anterior de "Cuadernos."

Quizá las posturas del Bundesbank y de los institutos de coyuntura no estén tan alejadas como parece. Después de todo es seguro que, si no ocurren incidentes inesperados, el Bundesbank continuará bajando paulatinamente los tipos. Por otra parte tampoco los institutos recomiendan una baja fuerte y brusca. Sólo apuntan que el Bundesbank está procediendo con excesiva cautela y le aconsejan que acelere el proceso de reducción de los intereses. A pesar de la argumentación defensiva del Bundesbank más arriba expuesta puede que tengan razón.

Después de todo aunque sea cierto como opina el Bundesbank que lo que importa son los tipos a largo, si los a corto bajan se estimulará la demanda, y dada la bien probada aversión alemana a la inflación no parece que esa baja en los tipos a corto vaya a hacer subir los tipos a largo. Algunos opinan que, influenciado por el informe y por la presión de los países miembros del SME, el Bundesbank está suavizando su postura. Al menos así interpretan la baja del *repo* el 12 de Mayo hasta el 7,60%, que ha permitido a los bancos centrales de Bélgica y los Países Bajos bajar sus tipos en un 0,25%, y al francés del 9,25 al 9%. Los analistas, fundándose en esa baja del *repo*, esperaban que en su reunión quincenal de los jueves el 20 de Mayo el Bundesbank bajaría el tipo de descuento, pero no fue así. El portavoz justificó la inacción diciendo que la cantidad de dinero había crecido excesivamente poniendo en peligro la reducción de la inflación. Ello parece confirmar que salvo en casos extraordinarios (una vez bajó los tipos para ayudar al franco francés [FF]) el Bundesbank no se deja influenciar ni por la opinión de los institutos de coyuntura y ni por los deseos de los demás países del SME y prosigue impertérrito su política lenta y cautelosa de baja paulatina de los tipos.

3. El nuevo gobierno francés cambia el *mix* de las políticas monetaria y fiscal.

El 10 de Mayo el primer ministro francés Edouard Balladur ha anunciado una serie de medidas para remediar los enormes déficit en la seguridad social y en el presupuesto estatal que ha revelado una auditoría realizada pocos días antes. Según Balladur "si no se actúa ahora el déficit combinado seguridad social-estado sobrepasará este año el 5,8% del PIB". Para evitarlo el gobierno aumentará los impuestos sobre la gasolina y diesel y sobre las bebidas alcohólicas, y la *contribution sociale générale* (un recargo sobre la contribución sobre la renta) del 1,1 al 2,4%, y reducirá el gasto público salvo las asignaciones presupuestarias para vivienda, obras públicas y creación de empleo, que aumentarán en 12,9 mil millones de FF.

Aparentemente en una recesión como la que sufre Francia, que hará que el PIB baje este año un 0,4% según el gobierno y hasta un 1% (un pronóstico que parece más fiable) según estudios independientes, no tiene sentido reducir el déficit presupuestario. Sin embargo, aunque no haya ligado expresamente ambas cosas en su discurso de presentación de esas medidas, Balladur espera compensar el impacto deflacionario de la reducción del déficit trasvasando progresivamente al presupuesto estatal la financiación de la seguridad social, que hoy en su mayor parte pesa sobre trabajadores y empresarios, y sobre todo compensando la reducción del déficit con una política monetaria más permisiva. Ambas cosas suponen un cambio importante respecto a la política del antiguo gobierno socialista, al que se le fue de la mano el déficit a pesar de su intención de mantenerlo dentro de límites tolerables. Las expondremos a continuación.

Un grave defecto de la política económica francesa -y también de la española- es que la carga de financiar la seguridad social -seguros de paro, enfermedad y vejez- pesa sobre todo sobre los trabajadores y empresarios, y no sobre el presupuesto estatal. Así las contribuciones para seguridad social de trabajadores y empresarios en 1990 ascendieron en Francia al enorme porcentaje de un 44,2% del total de impuestos, mientras que la media comunitaria era de un 28,4%, un 17,5% en Gran Bretaña y sólo un 3,1% en Dinamarca (compensada en este país por una IVA brutal del 25%). Es decir en Francia (y en España) la seguridad social se financia esencialmente, no sobre un impuesto sobre la renta o sobre el consumo, como sería racional y

como ocurre en Dinamarca, sino mediante contribuciones de trabajadores y empresarios que son el realidad un impuesto sobre el empleo, que no puede menos de incentivar a los empresarios a despedir trabajadores y a sustituir capital por trabajo. La consecuencia inevitable es un elevado paro estructural (agravado aún más en España por las elevadísimas indemnizaciones de despido, con gran diferencia las mayores de la CE). Lo peor de ese sistema es que produce un círculo vicioso: aumenta el paro, lo que aumenta el gasto de seguridad social, lo que aumenta su déficit y hace necesario aumentar las contribuciones de trabajadores y empresarios, lo que desincentiva a las empresas a crear empleo, lo que aumenta el paro, y así sucesivamente...

Las medidas de la política económica de Balladur dan perfecta cuenta de ese círculo vicioso y por ello dedican el aumento de la *contribution sociale générale* mencionado más arriba a financiar la seguridad social. Ha anunciado además que su objetivo a largo plazo es financiar todos los gastos de seguridad social con cargo al presupuesto estatal para que no cargue sobre trabajadores y empresarios como ahora. Pasarán años antes de que lo consiga.

La opinión pública francesa ha recibido muy bien el mensaje de austeridad de Balladur. No en vano el francés medio, con toda su retórica jacobina, en el fondo es un conservador burgués, como ya vio Gustave Flaubert el siglo pasado en su inmortal novela "Buvard et Pécuchet". Además Balladur ha anunciado que el aumento de la *contribution sociale générale* se descontará de la contribución sobre la renta, con lo que el buen burgués francés no sale perjudicado. Y de todos modos según la banca Indosuez en Francia sólo la mitad de las familias pagan contribución sobre la renta (en la mayoría de los países industriales un 75% la pagan), e incluso los que la pagan pueden deducir de la base imponible la mitad de sus ingresos.

Más importante aún que ese trasvase es la esperanza, implícita en las medidas de Balladur, de poder compensar la austeridad fiscal que suponen con una suavización de la política monetaria. Y ello sólo será posible si los operadores en los mercados cambiarios internacionales continúan creyendo que la presente paridad DM/FF va a mantenerse. No es una esperanza infundada, ni mucho menos. Después de una serie de ataques especulativos contra el FF, derrotados gracias a una ayuda prácticamente ilimitada del Bundesbank, y también gracias a que los datos fundamentales de la economía francesa no los justificaban, antes al contrario, los operadores en los mercados cambiarios internacionales parecen convencidos por ahora de que la paridad DM/FF no va a cambiar, con lo que los ataques especulativos contra el FF han cesado, y la Banca de Francia ha podido bajar los tipos de interés cinco veces desde la subida al poder del nuevo gobierno sin que se produjesen dichos ataques, como ha proclamado muy ufano el ministro de economía francés Alphantéry en unas recientes declaraciones al "Financial Times". Alphantéry subraya que el coste laboral por hora es en Francia un 20% menor que en Alemania, que la inflación alemana es 1,5 puntos superior a la francesa, que Francia tiene superávit en su balanza corriente mientras que Alemania tiene déficit, y que el déficit presupuestario francés no es elevado. Además la independencia de la Banca de Francia, según la ley que el gobierno pronto presentará al Congreso, asegurará que la presente firme política antiinflacionista no estará sujeta a avatares electorales. Por todo ello si se producen nuevos ataques especulativos contra el FF -concluye Alphantéry- fracasarán, como ha ocurrido hasta ahora.

Esta firmeza del FF se refleja en los diferenciales de tipos de interés entre el DM y el FF, que son casi nulos (0,04%) a corto plazo y bastante reducidos (casi medio punto) a largo: 7,40% en

el mercado monetario a 3 meses en Alemania frente a 7,44% en Francia; 6,78% en los bonos del Estado a 10 años en Alemania y 7,26% en Francia (datos de The Economist, 22 Mayo). A corto plazo el público se fía del FF, aunque a largo plazo sigue pensando que el DM, pasado el bache de la unificación alemana, seguirá siendo una moneda más segura que el FF.

Sin embargo, si prestamos atención a los tipos de interés reales, es decir descontada la inflación, el futuro panorama de la economía francesa no es nada favorable: los tipos reales franceses a largo plazo son hoy un 5% (los alemanes de poco más del 2) y se estima que continuarán a ese nivel bastante tiempo, los a corto alrededor del 5,5% y se cree que sólo bajarán lentamente. Con esos altos tipos reales no parece probable que la economía francesa se vaya a reanimar pronto. Además el trasvase de los gastos de seguridad social de los trabajadores y empresarios al presupuesto estatal, que podría reducir el paro, es por ahora demasiado reducido para contrarrestar el efecto de esos altos tipos de interés.

4. Presionados por el G7, el FMI y el Banco Mundial van a cambiar su política respecto a Rusia.

En medio de la expectación ante el nuevo referéndum danés y sus resultados para la construcción europea, y del horror ante la guerra en Bosnia-Herzegovina está pasando bastante desapercibido un hecho importante, quizá mucho más que los anteriores: el FMI y el Banco Mundial van a tener que cambiar su política de créditos a Rusia y en menor grado a los demás estados sucesores de la antigua URSS.

En efecto en su reciente reunión en Tokio el G7 (grupo de los 7 países industriales más ricos, EE.UU., Canadá, Japón, Alemania, Francia, Gran Bretaña e Italia), al constatar que las duras condiciones impuestas por el FMI y por el Banco Mundial para desembolsar la ayuda acordada a Rusia, unas condiciones que no han podido ser cumplidas, han impedido que la ayuda se desembolse, han instruido a ambos organismos a que en el futuro procedan de un modo diametralmente diferente: según el FMI y el Banco no se desembolsará ya ayuda *hasta que* la inflación, el déficit fiscal y los créditos a las empresas estatales en déficit no bajen a límites tolerables. El G7 cree que es un procedimiento totalmente equivocado: esa ayuda debe concederse sin demora *precisamente para que* esa baja en la inflación, en el déficit y en los créditos pueda tener lugar. Si una ayuda previa las medidas penosas y rigurosas necesarias para bajar la inflación y los déficit no pueden implantarse: los sufrimientos de la población serían intolerables.

La campaña contra un supuesto rigor excesivo del FMI y del Banco ha sido liderada por tres economistas muy influyentes: Larry Summers, secretario adjunto (ministro de estado en la terminología española) al secretario (ministro) del Tesoro de EE.UU., famoso por un informe reservado sarcástico y de humor negro sobre ayuda al Tercer Mundo, Jeffrey Sachs profesor de Harvard actualmente consejero del gobierno ruso, que ataca la "pasividad e incompetencia del FMI, que es incapaz de pensar tácticamente y continúa considerando la ayuda como una recompensa al éxito en vez de una precondition al mismo", y Stanley Fischer, hasta hace poco economista jefe del Banco Mundial y ahora en el M.I.T., si bien éste se muestra preocupado ante la posibilidad de que el gobierno ruso sea incapaz de implantar la reforma.

Los datos parecen confirmar su opinión: en 1992 el FMI sólo pudo desembolsar mil millones de dólares de ayuda, porque el gobierno ruso fue incapaz de cumplir el duro programa de reforma que el gobierno ruso había preparado siguiendo las indicaciones del FMI. Sin embargo, gracias a ayudas bilaterales y a reciclaje de deuda Rusia pudo recibir unos 12 mil millones de los 24 mil millones prometidos por Occidente.

Siguiendo los consejos de esos tres economistas, y preocupado porque si la reforma fracasa los países excomunistas entrarán en una "edad tenebrosa" de consecuencias incalculables, el G7 ha recomendado al FMI y al Banco (puede hacerlo porque es quien les financia) que abran una "línea de crédito para la transformación del sistema económico" (systemic transformation facility), cuya mitad será desembolsada sin demora a cualquier gobierno que presente una "estrategia creíble de reforma", en vez de esperar como antes a que esta esté avanzando satisfactoriamente. Esa línea de crédito asciende a 3 mil millones para Rusia. El G7 aconsejó además al FMI que empezase a desembolsar a Rusia, lo más tarde el 1 de Octubre y a ser posible antes de la nueva reunión del G7 en Julio, otros 4 mil millones de préstamos *standby* (para cubrir necesidades urgentes de importación), y está presionando al Banco Mundial para que desembolse otros 4 mil millones en su año fiscal que empieza este mes de Junio.

La decisión del G7 ha sido mal acogida por bastantes funcionarios del FMI y del Banco Mundial. Un alto funcionario del Banco ha declarado: "El peligro [de esta imposición del G7] es que nuestra reputación y nuestra experiencia se vaya a despilfarrar. Somos una organización grande que a lo largo del tiempo ha podido acumular un amplio caudal de experiencia. Ahora nos dicen: Haz esto, haz aquello [sin contar con nuestra experiencia]." El presidente del FMI Michel Camdessus ha declarado hace poco en el periódico ruso "Izvestia": El FMI no puede prestar dinero a una Rusia abrumada por la inflación sólo para ver como ese dinero sale de Rusia conducido por inversores asustados por un rublo que cada día baja más."

Y un alto funcionario del Banco añade: "Se pueden discutir los detalles [de los préstamos] pero llega el momento en que debemos preguntarnos: ¿Es probable que el gobierno ruso sea capaz de implementar un proyecto de reforma? Yo opino que no. Creo que a la fin y a la postre resultará que el G7 se equivocó [al imponernos su criterio] y no será por culpa nuestra".

Lo más preocupante es que en la presente situación de virtual impotencia del gobierno ruso ante la obstrucción de un parlamento elegido en la época comunista, compuesto por tanto por miembros de la *nomenklatura* necesariamente enemigos de la reforma, muy bien puede ser que los pesimistas del FMI y del Banco acaben teniendo razón, aunque siempre es posible que el presidente Yeltsin, por medios más o menos constitucionales, pueda eliminar esa obstrucción. Si no lo consigue las consecuencias pueden ser incalculables y funestas.

5. La reciente subida del precio del oro, ¿es una maniobra especulativa?

A fines de Abril el célebre financiero húngaro-americano George Soros sembró el desconcierto en el mercado del oro comprando al también célebre financiero británico Sir James Goldsmith 400 millones de dólares en acciones de una compañía minera de oro, Newmont Mining. Sir James, a su vez empleó esos 400 millones en comprar *call options*, títulos que dan el derecho a comprar

el producto en cuestión, oro en este caso, a un precio y fecha futura determinados. Es decir ambos esperan que el precio del oro va a subir y que esa subida va a ser prolongada, en contra de la opinión general de los analistas, que creían que el precio del oro continuaría la tendencia a la baja iniciada hace años, a la que nos referíamos no hace mucho en "Cuadernos".

Los datos fundamentales del mercado del oro no apuntan a una subida de su precio, más bien al contrario. La producción de oro ha aumentado en un 60% en la pasada década llegando a 2.157 toneladas en 1991 (datos de "Gold Fields Mineral Services" un consultante de Londres), y las compañías mineras, mediante la venta de futuros y *put options* (que dan el derecho a vender oro a precio y fecha determinados), tienen vendida gran parte de su producción en los próximos dos años lo que asegura que su precio no puede aumentar mucho más que el de la *put option*. Hasta la fecha, en el presente ambiente internacional de baja inflación, los bancos centrales estaban vendiendo cantidades considerables de sus reservas de oro (el holandés vendió por valor de 400 millones de dólares el año pasado) y todo apuntaba a que continuarían vendiendo, ya que hasta la fecha era mucho más productivo tener las reservas en bonos estatales seguros (que pagan interés) que en oro, a menos que el precio de este continúe su reciente subida. ¿No será -dicen los que compran oro- que unos financieros tan exitosos como Soros y Goldsmith saben algo que el mercado no conoce? Olvidan que Soros perdió 800 millones durante el *crash* de Nueva York en 1987, y que también puede equivocarse ahora, pero eso no les desanima. Abundan en el mercado del oro los llamados humorísticamente *gold bugs*, visionarios que compran convencidos de que el precio va a subir enormemente, y la mayoría de las veces se ven decepcionados.

Desde luego pueden producirse eventos que justifiquen la apuesta de los *gold bugs*: desde el lado de la oferta es posible -para muchos incluso probable- que Sudáfrica se hunda en la anarquía, lo que supondría que dejaría de exportar oro durante bastante tiempo; lo mismo es posible -aunque no tan probable en Rusia. Del lado de la demanda, ésta ya ha aumentado fuertemente en China, y si la transición al capitalismo que allí está teniendo lugar continúa con éxito -algo muy probable- su demanda de oro aumentará verticalmente.

De todos modos no parece que esos futuribles, si se convierten en realidades, puedan compensar el aumento continuado y firme de la oferta que se viene produciendo desde hace años. Pero este razonamiento no parece afectar el entusiasmo de los *gold bugs* que siguen comprando frenéticamente oro y acciones mineras, empujando el precio de aquél en el mercado de Londres el 13 de Mayo hasta 369,15 dólares la onza (a primeros de año era sólo 327); el 19 subió momentáneamente a 383 y el 21 hasta 284,5, aunque ese mismo día bajó de nuevo hasta cerrar a 377,15; un mercado de infarto, según los entendidos. Los precios de las acciones de minas de oro también aumentaron fuertemente.

Lo peculiar en un mercado tan estrecho como el del oro es que es posible manipular sus precios con cantidades de fondos relativamente reducidas, al alcance de fuertes especuladores internacionales como Soros y Goldsmith. Por eso algunos observadores ("piensa mal y acertarás") creen que la presente subida no es sino una burbuja pasajera, una astuta maniobra de Soros que quiere hacer bajar el precio de los bonos a largo. Insinúan que recientemente Soros ha vendido fuertes cantidades de bonos *short*, es decir con entrega en una fecha futura sin disponer de ellos esperando comprarlos mucho más baratos cuando llegue esa fecha, y que Soros al hacer subir

el precio del oro lo que realmente se propone es hacer bajar momentáneamente el precio de los bonos para comprarlos más baratos cuando llegue la fecha de entrega (si el precio del oro sube mucho los tenedores de bonos se verán tentados a venderlos y pasarse al oro para aprovecharse de la subida de precio de éste, con lo que el precio de los bonos bajará) y que cuando deshaga la operación van a salir trasquilados muchos incautos, reanudándose la tendencia a la baja que prevalecía hasta hace poco.

Puede que tengan razón. La experiencia de los años 80 nos enseña que estas burbujas especulativas de los precios de metales acaban estallando: eso ocurrió con el *corner* fracasado del precio de la plata montado por los hermanos Hunt, unos tejanos millonarios que acabaron perdiendo cientos de millones de dólares, y con la maniobra del gobierno de Malasia para hacer subir el precio del estaño y que fracasó también. Claro que Soros a diferencia de los Hunt, si resulta cierto el análisis anterior, será quien haga estallar la burbuja, ganando mucho dinero con su maniobra.