

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	Pág.
Introducción	105
No hay razón para estar tristes	110
¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos?	112
La supervivencia ilusoria del SME	115
"Plus Ça change..."	118
Europa debería reconocer que el mundo ha cambiado	120
Las sorpresas del SME, un mes después de su colapso	122
La fidelidad de algunos países al Sistema Monetario Europeo	124
En el Reino Unido, el "miércoles negro" se ha convertido en el "miércoles blanco"	126
Europa no llegará a la moneda única	129
La situación puede que no sea tan buena en el Reino Unido	131
EE.UU.: El lento desarrollo oculta las mejoras de la productividad	133
Francia, incomprendida en Cambridge (Massachusetts)	135
Buenas noticias de Europa y de Japón	137
Desarrollo incierto para 1994, según el Fondo Monetario Internacional	140
Europa es más que Francia	142
El "compromis agrícola" abre un camino de esperanza	144
La preocupación de la CE por la libertad de los movimientos de capital	146
Lo bueno y lo malo del comercio dirigido	148
El futuro nos sorprende siempre de nuevo	151
La ampliación de las bandas de fluctuación en la prensa de habla alemana	153

El programa de austeridad del gobierno alemán	160
Los nuevos planteamientos en la política de materias primas: vestigios de un experimento fallido	163
Los ingleses creen en la recuperación. Esperanzas puestas en la Bolsa.	165

INTRODUCCION

TRES TEMAS FUNDAMENTALES DE LA ECONOMIA MUNDIAL EN
EL OTOÑO DE 1993

La crisis del sistema monetario europeo.

La prensa económica internacional, y particularmente la europea, ha estado dominada en las últimas semanas por un tema indiscutible: la crisis del Sistema Monetario Europeo y sus repercusiones.

El origen inmediato de los acontecimientos que motivan este comentario ha de buscarse en el estado de cosas existente a finales de Julio, caracterizada por el revuelo que se estaba manifestando en aquel momento en los mercados financieros, todo ello en el marco de una situación recesiva que afectaba gravemente, como mínimo, a todo el continente.

Un artículo importante publicado aquellos días en **Financial Times** (29 de Julio), reflejaba perfectamente tal estado de cosas. El artículo estaba firmado nada menos que por Oliver Blanchard, Rudiger Dornbusch, Stanley Fisher, Franco Modigliani, Paul Samuelson y Robert Solow, todos ellos profesores de economía del Massachusetts Institute of Technology, razón por la cual alguien pudo llamarles los "MIT Six".

"Apenas serviría de nada buscar a los responsables de la situación actual", decían. "Uno de ellos es el Bundesbank, con su política excesivamente severa. Otros son países como Francia, que se inclina por una moneda fuerte al precio de una recesión innecesaria, o como España, que cree que estar en Europa significa necesariamente ser miembro del SME... A nuestro juicio, de lo que se trata es de que los países del mecanismo de cambios alteren sus prioridades, situando el paro en primer lugar y reconociendo que mucha mano de obra puede ser reabsorbida a través de una política reflacionista que empiece con una reducción substancial de los tipos de interés".

A la vista de lo que precede, no puede sorprender que los profesores del MIT se pronunciaran por el fin de un SME que limitaba la libertad de los países miembros para emprender una política expansiva que acabara con el paro y con la recesión.

El 2 de Agosto, como se recordará, se procedió al ensanchamiento de las bandas de posible fluctuación de los tipos de cambio del SME. El ensanchamiento fue de tal magnitud que la operación pudo ser interpretada como una renuncia al objetivo del Sistema de asegurar unos tipos de cambio fijos -aunque, en principio, ajustables- que facilitarían el buen funcionamiento del mercado único. ¿Había muerto, pues, el Sistema Monetario Europeo? Así lo pensaron muchos de los observadores y analistas que inundaron con sus comentarios la prensa de aquellos días.

Sea como fuere, el caso era que con unas bandas tan anchas los tipos de cambio disponían de un amplio espacio de maniobra, por lo que no habían de constituir un obstáculo para que los tipos de interés descendieran, facilitando con ello la deseada expansión.

Pero lo cierto es que las cosas no fueron exactamente por donde pudo pensarse que irían. Los gobiernos no procedieron a una reducción espectacular los tipos de interés y los tipos de cambio europeos, en general, experimentaron alteraciones más bien ligeras en relación con el punto de referencia constante que es el DM.

¿Cómo era posible que los países del SME, "liberados" por el ensanchamiento de las bandas, no aprovecharan la nueva situación para reducir substancialmente los tipos de interés? Esta fue -y sigue aún siendo- la pregunta más repetida en artículos y comentarios. Entre las colaboraciones de prensa de mayor relieve de las semanas más recientes ha destacado, una vez más, la de los profesores del MIT citados más arriba -a los que se les unió, en esta ocasión, Paul Krugman, asimismo profesor de Economía en el Massachusetts Institute of Technology-, los cuales, el 6 de Agosto, publicaron, también en **Financial Times**, el artículo que aparece más adelante con el título del "No hay razón para estar tristes". En él, los "Big Seven" se expresaban en estos términos: "Es un error creer que algo importante se perdió la semana pasada. Por el contrario, la liberación de las monedas anteriormente prisioneras del SME ofrece una magnífica oportunidad para recuperar el dinamismo que animó a Europa en los años anteriores a 1992".

Sucedió, sin embargo, que, a pesar de recomendaciones tan autorizadas, los gobiernos europeos, por lo general, siguieron sin hacer uso de la recuperada libertad, y esta sería la razón de que dos de los firmantes de los artículos antes citados, los Premios Nobel Franco Modigliani y Robert Solow, volvieran a insistir con un nuevo artículo, que publicó **Herald Tribune** de 18 de Agosto y que se reproduce también en estas páginas ("¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos?"). "Ningún tipo de interés oficial ha sido reducido, salvo en España. Esto ha contribuido a que los tipos del mercado se hayan mantenido altos y a que la devaluación real haya quedado reducida a un mínimo. Si las cosas continúan así, nada se habrá conseguido en Europa en materia de recuperación. ¿A qué se debe este comportamiento y qué es lo que se pretende con el mismo?".

Como es natural, no fueron sólo los profesores del MIT los que se pronunciaron a favor y los que urgieron un cambio de política. Otros profesores y otros comentaristas adoptaron una posición idéntica, hasta el punto de convertirla en obsesiva. Tanto es ello así que se pudo esperar que, de una forma u otra, surgirían aquí o allá voces que defendieran, o que justificaran, o que explicaran las razones que han llevado a los gobiernos y a los bancos centrales a actuar con la cautela con que lo han hecho. Pero lo cierto es que tales voces, o no han existido, o han tenido poco eco en la gran prensa. Esto, sin embargo, con una excepción notable, por lo menos por lo que al caso específico español se refiere: la del profesor Andreu Mas-Colell, de la Business School de Harvard, quien en unas declaraciones que publicaba el diario *El País* el 13 de Septiembre -y que se incluyen más adelante, dentro de este resumen de prensa-, respondía a la pregunta "¿comparte Vd. la postura de algunos de sus colegas del MIT que aconsejan que España abandone el SME?" de la siguiente forma: "No comparto estas opiniones vertidas por el grupo de los seis economistas de Massachusetts, a los cuales debería llamárseles la banda de los siete si se les añade Lester Thurow. Me parece irresponsable aconsejar esto. España es un país con desajustes muy serios y con una gran inflación subyacente. Ahora, en momentos de crisis, se puede comprobar que España es un seguidor natural, es decir, un país que no decide, que no fija precios y que se adapta como puede. Salir del SME y bajar tipos de interés, con ejemplos tan inciertos como el de Italia o el de Inglaterra, es una locura".

La evolución de la crisis económica.

El otro tema importante, recurrente, en la prensa de las últimas semanas ha sido, inevitablemente, la evolución de la crisis en los diferentes países. ¿Qué se puede decir, en esta síntesis, que tenga un mínimo de solidez? El último número de la **National Institute Economic Review**, correspondiente al mes de Agosto, decía lo siguiente: "La producción industrial del área de la OCDE ha estado bajando alrededor de dos años, y esperamos que se recupere lentamente a lo largo de este año y, más rápidamente, del próximo. El crecimiento en las siete mayores economías en conjunto será probablemente lento este año, en la medida en que la recuperación en América del Norte y en el Reino Unido apenas compensará la expansión lenta de Japón y de Italia y el crecimiento negativo de Alemania y Francia. Como consecuencia de ello, esperamos que la inflación se mantenga estable durante varios años en el mundo industrial. El ritmo de la recuperación en los próximos dos años debería ser relativamente modesto, en general, en los siete mayores países, y las insuficiencias de capacidad que puedan aparecer en este o aquel país deberían poder ser cubiertas por la capacidad sobrante de otros países, razón por la cual las presiones inflacionistas serán débiles. Nuestro pronóstico prevé la vuelta a un crecimiento sostenido, según la capacidad de cada país, en la segunda mitad de la década. Sin embargo, el caso es que la reestructuración del SME ha introducido una dosis adicional de incertidumbre por lo que refiere a las perspectivas de los tipos de cambio y al potencial productivo de las diferentes economías. De ahí que nuestro pronóstico deba ser contemplado como una proyección central de cara a un futuro progresivamente incierto". A lo que la citada publicación, insistentemente, añadía: "Aunque nuestro pronóstico central es compatible con nuestro convencimiento de que la unión monetaria es aún posible, el futuro debe ser contemplado a partir de una gran incertidumbre presente".

Por su parte, el **Economic Bulletin** del German Institute for Economic Research ("Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung"), en su número de Septiembre, acusaba un pesimismo todavía más evidente: "Unos mayores recortes de los tipos de interés en los países del SME, y en especial en Francia, sólo tendrán lugar si el Bundesbank continúa distendiendo su política monetaria. Pero aún en el caso de que esto ocurra, el año que viene no verá un crecimiento apreciable de la economía de la Europa occidental. Después de una contracción del 0'5 por ciento este año, esperamos una tasa de expansión del 1 por ciento para 1994. En el mercado de trabajo europeo, esto significa un persistente y acusado incremento del paro".

Otro testimonio de interés, aparecido los últimos días, ha sido el **Outlook** semestral del Fondo Monetario Internacional. **The Economist** subraya la inseguridad que ha caracterizado las previsiones económicas de los últimos tiempos. "Los modelos económicos corrientes pueden ser de alguna utilidad para prever la crisis originada por la acumulación de stocks (como fue el caso en 1981-82). Pero apenas han servido para nada en el cálculo de los efectos de una caída del precio de los activos y del incremento de la deuda. Y resulta que, a partir de 1990, ha sido una deflación producida por la deuda la que ha caracterizado las economías de Norteamérica, Gran Bretaña, países escandinavos, Australia y, ahora, Japón.

Sea como fuere, lo cierto es que el FMI muestra un notable recelo. Ahora bien, como señala el mismo **The Economist**, no hay duda que -llegue cuando llegue- la recuperación está más cerca de lo que lo estaba cuando el Fondo publicó su anterior informe.

Con todo, no puede decirse que la impresión general que traslucen los comentarios de la prensa diaria sea necesariamente negativa. Ocurre más bien lo contrario, cosa que, obviamente, no constituye ninguna garantía. Pero, equivocada o no, parece claro que la prensa contempla

un mundo industrial en el que se han de producir mejoras substanciales en 1994. ¿Será esta esperanza producto sólo de una sensibilidad primaria ("no hay mal que cien años dure")?. ¿Será únicamente la expresión ingenua de unos buenos deseos?. A veces la confianza, insistentemente expresada, se autoalimenta, dejando en entredicho a los científicos más rigurosos. Esto por lo menos es lo que parecen pensar los colaboradores de prensa que, tal vez intuitivamente, pretenden, muy numerosos, que la recesión europea ha de quedar superada desde principios del año próximo.

Esto por no hablar de algunos observadores de la economía británica, cuya euforia resulta incluso sospechosa. ¿No tratarán éstos sólo de poner de manifiesto los supuestos beneficios que habría obtenido el Reino Unido al abandonar el SME? Esta es la impresión que producen ciertos análisis publicados aquí y allá (alguno de ellos recogido en estas mismas páginas). Pero aunque este fuera el caso, no dejaría de ser cierto que lo que le ocurra a la economía británica ha de resultar comparativamente aleccionador.

Otra economía emblemática, desde la perspectiva de nuestro país -y por razones inversas a las del caso anterior- es la de Francia, en la que se concentran mayormente las iras de los adversarios -esporádicos o no- del SME. ¿Qué puede esperarse de esta economía? "La depresión, ¿ha tocado fondo?", preguntaba Alain Verholes en **Le Monde** de fechas 19-20 de Septiembre. "Así parece deducirse de los últimos datos que acaba de publicar el INSEE. Después de un pésimo primer trimestre (-2'8%) la situación se estanca en el segundo, y así parece haber ocurrido también en el tercero".

Según Verholes, las autoridades y la mayor parte de los economistas privados franceses "estiman que la actividad seguirá estancada hasta principios del año próximo, en que empezará a aumentar lentamente". Esta manera de ver las cosas se basa en la esperanza de un aumento de la inversión y, en general, de la demanda interna como consecuencia de la recuperación exterior. Es decir, "las exportaciones, que aumentaron a un ritmo anual del 4'4% en el segundo trimestre, provocarían una reactivación".

Francia, pues, confía en una aceleración de la expansión promovida por las exportaciones. Ahora bien, lo mismo esperan Estados Unidos, y Gran Bretaña, y... Pero esto exige que los otros países se reactiven realmente. Alguien tendrá que empezar.

La marcha de las negociaciones comerciales multilaterales.

En el tema de las negociaciones comerciales multilaterales, las espadas siguen en alto. Se mantienen, en efecto, las posiciones enfrentadas y nadie sabe, en el momento en que estas líneas son enviadas a la imprenta, días después de la frustrada reunión del día 20 de Septiembre de los ministros de Asuntos Exteriores y de Agricultura comunitarios, qué solución puede darse a la cuestión.

El conflicto es potencialmente grave, no sólo para el curso de la Ronda Uruguay sino también desde el punto de vista de las relaciones intraeuropeas. En Francia mismo se está produciendo un enfrentamiento sordo que nadie sabe a donde puede conducir. Las mismas páginas de **Le Monde** son un reflejo de este estado de cosas. La agricultura, por supuesto, tiene grandes defensores, pero no son pocos los franceses que recuerdan que no se deben sacrificar a ella ni la unidad europea ni la industria y los servicios del país.

Por lo demás, tampoco faltan los que advierten que, dígase lo que se diga, el contencioso agrícola no es el único obstáculo que se opone al final feliz -y completo- de la Ronda. "De la siderurgia al audio-visual, del textil a la aeronáutica, los temas a discutir no faltan para las ciento once partes contratantes que negocian en Ginebra".

Mientras tanto, y con los sinsabores y amarguras de la recesión, la unidad europea, Maastricht, el proyecto de moneda única, se resienten, según muestran encuestas y sondeos. Tanto es ello así que podría resultar conveniente que en la montaña más alta de cada país de la CE se colgara un letrero visible desde todo el territorio, que dijera algo así: "Prohibido hablar del proceso de integración de Europa mientras la recuperación de la economía no sea una firme realidad".

LA ECONOMIA INTERNACIONAL A TRAVES DE LA PRENSA EN LENGUA ALEMANA

Las últimas páginas de este Resumen de Prensa -reservadas a los medios de información en alemán- recogen en esta ocasión las siguientes cuestiones que hemos considerado apropiado traer a estas páginas.

Una es la medida adoptada hace unas semanas en Bruselas de ampliación de los márgenes de fluctuación del SME, sus repercusiones en varios países y el punto de vista de algunos diarios en lengua alemana al respecto.

Otro tema que ha merecido nuestra atención ha sido la visión de éstos sobre un tema tan actual como el programa de austeridad del Gobierno alemán, así como sobre las reacciones que ha suscitado entre los partidos, sindicatos y determinados estados federados.

En tercer lugar, están las vicisitudes de la reciente política de materias primas y en particular la creación del Fondo Común para la estabilización de los precios de las materias primas, problemática ésta que han tratado últimamente algunos periódicos alemanes y suizos.

Finalmente se incluye en esta Sección un editorial del "Frankfurter Allgemeine Zeitung" sobre las expectativas de recuperación en Gran Bretaña y su influjo en el auge de las bolsas de aquel país.

No hay razón para estar tristes.

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Financial Times" de 6 de Agosto. Sus autores son Oliver Blanchard, Rudi Dornbusch, Stan Fisher, Paul Krugman, Franco Modigliani, Paul Samuelson y Robert Solow, todos ellos profesores de Economía en el Massachusetts Institute of Technology.

En la camisa de fuerza que ha sido mecanismo de cambios europeos la economía europea cayó en la recesión de 1993, con pocas perspectivas de recuperación para 1994. El paro en Europa, situado en los 22 millones de desocupados, iba camino de elevarse hasta alcanzar el año próximo cifras nunca vistas. El fin de un Sistema Monetario Europeo excesivamente rígido abre la posibilidad de una evolución más favorable para muchas economías.

Es un error creer que algo importante se perdió la semana pasada. Por el contrario, la liberación de las monedas anteriormente prisioneras del SME ofrece una magnífica oportunidad para recuperar el dinamismo que animó a Europa en los años anteriores a 1992.

La decisión de ampliar los márgenes de las fluctuaciones de los tipos de cambio resultó inevitable. Los bancos centrales pudieron aplazar -dentro de ciertos límites y a un coste cada día mayor- el momento de la reforma, pero les fue imposible evitar que esta se produjera. Los mercados entendieron el dilema fundamental. El Bundesbank había dejado claro que no estaba dispuesto a reducir sus tipos de interés para defender los tipos de cambio existentes. Cualesquiera que fueran las palabras utilizadas, resultaba evidente que Dinamarca, España, Bélgica y, últimamente, Francia, no disponían de las reservas ni de la determinación necesarias para sostener los tipos de cambio al precio de un desempleo cada vez más elevado. Las incertidumbres derivadas del desconocimiento del momento y de la magnitud de las eventuales reducciones de los tipos de interés por parte de Alemania, así como la urgente necesidad de una menor presión por parte de otros países comunitarios, plantearon un problema de credibilidad que, como era inevitable, aprovecharon los especuladores, sabedores del curso que iban a tomar los cambios.

A veces, la especulación cambiaria merece la mala fama que tiene. Esta vez, con todo, los especuladores se convirtieron en los mejores amigos de los parados y también -aunque esto no lo admitirán nunca- de las autoridades monetarias que habían contraído compromisos de imposible cumplimiento.

Sin duda, se ha producido un deterioro de la imagen de aquellas autoridades que aseguraban que nunca devaluarían, pero sería una equivocación fijar la atención en esto. Más que mirar hacia atrás y soñar en castigar a los especuladores, lo que deben hacer ahora los gobernantes es sacar el máximo provecho de la recuperada libertad combatiendo el desempleo, asegurándose, esto sí, de que la inflación no lo eche todo a perder.

La decisión de mantener el formato del SME -con unos márgenes de posible oscilación de los tipos de cambio, aunque aquellos sean del 15 por ciento- es juiciosa y pragmática. El Sistema Monetario Europeo constituyó un buen instrumento de convergencia durante bastante tiempo, pero se averió prematuramente al creer que unos nuevos reajustes de las paridades destruirían la credibilidad conseguida. Con unos márgenes limitados y en ausencia de reajustes, el espacio

para unos tipos sucesivamente divergentes se fue reduciendo justo en una fase en que una más elevada inflación alemana hacía deseable una mayor flexibilidad. Los amplios márgenes adoptados últimamente permiten unas grandes divergencias de los tipos de interés, de tal forma que nada hace prever una nueva crisis, por lo menos en un futuro próximo.

¿Qué estrategias deberían adoptar los países para aprovechar esa mayor libertad en materia de tipos de interés y de cambio? No hay una respuesta única y simple aplicable a todos y cada uno de los países.

Todos deben estar atentos con el fin de evitar una reactivación de la inflación, cosa, por cierto, que resultará más fácil para unos que para otros. Pero todos deben también dar urgente prioridad a la expansión, pues ésta es la única manera de reducir el desempleo. Unos menores tipos de interés constituyen la manera más obvia de actuar en ese sentido, dados los obstáculos -reales o imaginarios- que se oponen a la acción fiscal. Finalmente, todos deben mirar más allá de la fase de recuperación y prestar más atención a la economía de la oferta, a los incentivos, a la flexibilidad, a los peligros de un conformismo excesivo. Ahora bien, más allá de esos objetivos generales comunes, merece la pena considerar individualmente algunos casos específicos.

Francia se halla en unas condiciones privilegiadas por lo que se refiere a las posibilidades de acción. Con una inflación moderada, puede actuar con firmeza a favor del desarrollo, y sin duda lo hará. Este país debería reducir los tipos de interés lo antes posible y alcanzar un nivel del 4 ó 5 por ciento en sólo unos meses. No hay razón alguna que le obligue a esperar. De hecho, dado lo mucho que tarda la política monetaria en estimular la recuperación -en especial si no se ve respaldada por una política fiscal expansiva- Francia no tiene tiempo que perder. Incluso en el caso de que empiece a actuar inmediatamente, deberá esperar por lo menos hasta el principio de 1994 para obtener algo positivo en materia de crecimiento.

En el caso de Bélgica, la necesidad de unos tipos de interés moderados es aún más imperativa. La ratio extraordinaria de deuda pública -tal vez la mayor del mundo- hace que el país sea supersensible incluso ante la mera posibilidad de estrategias insostenibles. El país tiene ahora una buena reputación, pero puede perderla rápidamente si los tipos de interés permanecen elevados.

España se halla ante obstáculos mucho más serios. La inflación no es allí moderada y la respuesta instintiva ante una debilitación de la moneda es la reactivación de la inflación. Naturalmente, el mantenimiento de una política monetaria restrictiva no soluciona el problema. Son esenciales unos bajos tipos de interés, el crecimiento es del todo necesario y resulta imprescindible enfrentarse decididamente con el persistente corporativismo, la falta de competencia y el creciente desempleo.

Los casos de Suiza, Italia y Gran Bretaña prueban que existen vías alternativas. Suiza tiene unos tipos de interés inferiores al 5 por ciento, muy por debajo de los de Alemania. El Reino Unido, tras ser obligado a abandonar el SME, el pasado otoño, adoptó una estrategia expansiva; y ahí está, sin mostrar señales de tensiones o de pérdida de la estabilidad financiera. La derrota de Italia ante los especuladores representó el inicio de una etapa de recuperación y de reformas internas de largo alcance. Italia ha demostrado que los sindicatos pueden tener visiones amplias y estar dispuestos a cooperar en una estrategia de crecimiento que no se traduzca en inflación.

Las reducciones de los tipos de interés no pueden llevarse a cabo sin que se produzca cierta depreciación de las monedas. Sólo con la expectativa de una apreciación respecto al DM puede una moneda tener unos tipos de interés inferiores a los de Alemania. La verdadera cuestión es, pues, cuánto debe bajar, digamos, el franco francés para resistir unos moderados tipos de interés. En nuestra opinión, la necesaria depreciación es muy limitada. Entre el 5 y el 7 por ciento, tal vez. Después de todo, Francia se adelanta a los recortes de los tipos alemanes entre seis y doce meses, aproximadamente, y esto no supone grandes alteraciones. El mismo argumento puede aplicarse a Bélgica y a Dinamarca. Así, pues, el volumen de la depreciación no ha de ser muy grande. Además, la especulación estabilizadora ("stabilising speculation") debería contribuir a limitar la caída.

Todo hace pensar que las incertidumbres y los riesgos se verían muy limitados si los países que han de proceder a reajustes actuaran de una forma coordinada. Casi todos ellos deberían poder reducir los tipos de interés de una forma paralela los unos respecto a los otros, lo que limitaría la volatilidad excesiva. Que sigan o no el mismo curso dependerá de su actitud respectiva frente al desempleo, de los resultados que obtengan en cuanto a inflación y, en definitiva, del éxito que consigan en la reducción de los tipos sin una depreciación exagerada.

Si los tipos de interés se aprovechan de la libertad de que ahora disponen y si el crecimiento se reanuda, se planteará la cuestión de la vuelta a unas bandas más reducidas y de la resurrección del proyecto de unión económica y monetaria.

Sea como fuere, la prioridad inmediata es la flexibilidad, y esto excluye cualquier tipo de compromiso formal que suponga mantener unos tipos de cambio insostenibles. Con todo, no hay razón alguna que obligue a descartar unos márgenes comerciales pragmáticos que se situarían alrededor de los nuevos niveles de los tipos de cambio, pero esto sólo después de que los tipos de interés hubieran sido reducidos. Por consiguiente, no esperamos unas grandes oscilaciones por el simple hecho de que los márgenes actuales sean muy amplios. Más adelante, dentro de 18 meses o de dos años, los europeos pueden volver a examinar si se dan las condiciones necesarias para volver a unos tipos de cambio estables, o incluso para avanzar nuevamente hacia la unión monetaria, viendo la mejor manera de asegurar una mayor coordinación y cómo proceder.

En definitiva, tanto si llega a haber una moneda única como si no, una Europa unida ha mostrado ya las ventajas de un mercado en el que los bienes y los servicios pueden moverse con libertad. El buen nombre de Europa se verá prestigiado si la progresiva integración se traduce en prosperidad y no en paro masivo.

¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos?

*El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en **Herald Tribune** de 18 de Agosto. Sus autores son Franco Modigliani y Robert Solow, Premios Nobel de Economía y profesores ambos del Massachusetts Institute of Technology.*

Los miembros del Sistema Monetario Europeo y la mayor parte del resto de Europa han estado soportando un considerable volumen de desempleo, unido a la pérdida de miles de

millones en forma de potencial económico no realizado. Para hacer frente a este problema existe la necesidad inmediata de reducir los tipos de interés, cosa que debe ser hecha con presteza y significativamente. Esto ha sido a causa de los elevados tipos que el Bundesbank consideraba convenientes para Alemania y del estrecho margen de las posibles fluctuaciones de los tipos de cambio permitidas en el marco del SME. Pero ahora que son posibles mayores fluctuaciones - puesto que la banda ha sido ampliada del 2'5 al 15 por ciento-, resulta intrigante ver cómo los bancos centrales no parecen dispuestos a aprovecharse de la nueva libertad de que disponen.

Ningún tipo de interés oficial ha sido reducido, salvo en España. Esto ha contribuido a que los tipos del mercado se hayan mantenido altos y a que la devaluación real haya quedado reducida a un mínimo. Si las cosas continúan así, nada se habrá conseguido en Europa en materia de recuperación.

¿A qué se debe ese comportamiento y que es lo que se pretende con el mismo? No puede pensarse que los bancos centrales crean que la reducción de los elevados tipos de interés actualmente en vigor, no fuera a estimular el crecimiento. Ha de haber otras explicaciones.

La más importante de éstas, es probablemente la irresistible tentación que sienten los bancos de penalizar a los especuladores, por haberles forzado a hacer lo que habían prometido no hacer. Esto significaría que los bancos harán lo posible para que los especuladores pierdan dinero, o por lo menos, para que no lo ganen en abundancia, manteniendo la devaluación en lo mínimo, mediante lo que *Helmut Schlesinger*, cuando presidía el Bundesbank, acostumbraba llamar "gran prudencia en materia de política de tipos de interés".

Otra explicación es que los bancos hayan adoptado el dogma, según el cual, al abandonar sus paridades financieras, han traicionado a la causa europea, y atentado contra el orgullo nacional, posición que resultaría absurda en las circunstancias actuales. Desde luego, hubo un tiempo, en que el formar parte de un sistema de paridades fijas, presidido por el Bundesbank, con su actitud firme ante la inflación, supuso un medio eficaz de contener las subidas de los precios en muchos países, cosa que hubiera resultado inimaginable en otras circunstancias. En esos tiempos, los tipos de interés que parecían buenos para Alemania, resultaban buenos también para el conjunto del SME, porque la devaluación, entonces, hubiera constituido una renuncia.

La situación es hoy muy distinta. La inflación no es ya un problema serio para otros países, pero sí lo es aún para Alemania. En términos de tipos de interés, lo que es bueno para la economía alemana -que se halla sobrecalentada por el coste de la incorporación de sus territorios del este- es veneno para todas las otras economías. El mantenimiento de un tipo de cambio fijo frente al DM no representa más que la seguridad del estancamiento y del desempleo para el resto de Europa y no supone nada bueno para la causa de la unidad europea. Si la gente empieza a pensar que una Europa unida depende de la adhesión ciega a las políticas del Bundesbank, el resultado puede ser que el coste de la unidad resulte del todo excesivo.

Un tercer elemento a tener en cuenta en el comportamiento de los bancos centrales europeos es de naturaleza psicológica. Los bancos se mantuvieron sujetos al DM durante tanto tiempo porque se consideraron obligados a hacerlo y porque defendieron tal política como la mejor para sus respectivos países, y esto a pesar de su enorme coste. Los mismos bancos quieren ahora mostrar, manteniéndose fieles a la misma, que se trataba de una política acertada.

Finalmente, los bancos centrales pueden en general preferir unos tipos de cambio fijos, y no flotantes, porque cuando las monedas flotan, hay más espacio para la actuación de las fuerzas del mercado, y menos para que los bancos centrales jueguen con las intervenciones y con los tipos de interés. Esto podría explicar la ansiedad con que esperan poder restablecer de hecho un sistema de bandas estrechas.

También podría haber otras razones que nosotros no podemos adivinar. Las que acabamos de sugerir, se irán erosionando poco a poco. Con todo, ¿cuánto tiempo habrá de transcurrir antes de que prevalezca el sentido común, y bajen los tipos de interés?

La experiencia italiana es ilustrativa. El pasado otoño, cuando los especuladores obligaron a una devaluación del 15 por ciento, la primera reacción del Banco de Italia y de la población italiana fue de humillación, dada la caída del precio de la lira, y de indignación contra los especuladores por haber éstos ganado la partida al banco central. El Banco de Italia hizo todo lo posible para minimizar el agravio y para castigar a los especuladores elevando los tipos de interés e interviniendo en apoyo de la moneda. Esto condujo a que la devaluación de Septiembre se transformara en una revaluación del 3 por ciento el siguiente mes, hasta el punto de que el banco central pareció esperar que Italia estuviera pronto en condiciones de reincorporarse al SME y de someterse de nuevo al Bundesbank. Afortunadamente, después de pensarlo dos veces, las cosas fueron por otros caminos.

Hacia últimos de Noviembre, y en parte gracias a un artículo de nuestro colega *Rudiger Dosnbusch*, el Banco de Italia empezó a apreciar cómo la economía del país salía ganando como consecuencia de los menores tipos de interés y de una lira más barata que estimulaba las exportaciones. De Noviembre a Marzo los tipos de interés bajaron, y la lira reemprendió su caída, alcanzando una depreciación máxima del 30 por ciento. Y como los sindicatos habían firmado un acuerdo extraordinario el mes de Julio anterior, renunciando a las subidas de salarios en los nuevos contratos, la devaluación, por una vez, fue real.

A partir de entonces, se ha permitido la fluctuación del tipo de cambio, el cual se ha recuperado incluso algo; pero la presión a la baja de los tipos de interés, se ha mantenido.

Las letras del Tesoro a tres meses -principal fuente de financiación del Estado- rinden actualmente alrededor del 8 por ciento, frente al 15 por ciento en el momento de la crisis del pasado año y del 12 por ciento anterior. Los beneficios que Italia ha obtenido con ello son evidentes: una enorme subida de las exportaciones netas y una reducción muy substancial de los pagos por intereses y de los déficit presupuestarios, todo ello muy importante a causa de la enorme deuda pública del país. Finalmente, el curso descendente que seguía la actividad económica desde el año pasado tocó fondo, y a mediados del verano se manifestaban señales claras de recuperación, en una fase en que el resto de los países del SME continuaba en plena crisis.

Puede pensarse que la mayoría de los otros países del Sistema tardarán tanto como Italia en sacar provecho de la flotación de las monedas y en empezar a reducir los tipos, tanto los de interés como los de cambio. Si esta operación fuera llevada a cabo simultáneamente por la mayoría de los países que participan del SME -posiblemente a través de una flotación conjunta ("joint float") orquestado por Francia- no habría devaluaciones competitivas dentro del grupo. Cada país disfrutaría de una mayor renta como consecuencia de unas políticas económicas internas más flexibles y de las mayores exportaciones a países de fuera del grupo, así como de las consecuencias favorables de la elevación de las rentas de los otros miembros.

Incluso sin una cooperación expresa, el resultado sería el mismo si los países aprendieran de los ejemplos de Italia y de Gran Bretaña de dejar las monedas libres y de recortar los tipos de interés. Esto influiría también en Alemania. Si los tipos de interés comunes de aquéllos son un par de puntos porcentuales, o más, inferiores a los del Bundesbank, se manifestará sin duda una fuerte presión para que Alemania reduzca asimismo sus tipos. Sus propias revaluaciones moderarán la inflación alemana al reducir los precios de sus importaciones, con lo que se interrumpirá el círculo vicioso de sus políticas contractivas. Paralelamente, Alemania perderá capacidad competitiva como consecuencia de unos mayores precios de sus exportaciones. Esto conducirá a la distensión de su economía, con lo que podrá adoptar una política menos deflacionaria en el propio país.

En estas circunstancias se podrían obtener dos resultados positivos. Primero, unos menores tipos de interés en Europa -incluyendo tal vez a Alemania- serían seguidos de una fuerte recuperación. Segundo, el Bundesbank se vería invitado a seguir una corriente diseñada por otros, y no al revés. Esto demostraría que puede existir en Europa un contrapeso que equilibre el poder de Alemania y del Bundesbank. Cuando todos los países importantes se hallen realineados y llegue el momento de volver a un SME reformado, el solo hecho de que tal equilibrio pueda existir constituirá un elemento positivo para toda Europa.

La supervivencia ilusoria del SME.

Con este título publicó "Le Monde" de 3 de Septiembre el siguiente artículo de Erik Izraelewicz.

El Sistema Monetario Europeo ha muerto. ¿Pero está realmente muerto? Hace un mes, el 2 de Agosto, después de los violentos ataques especulativos de que fue objeto este símbolo de la construcción europea, los Doce se tuvieron que resignar a suspender provisionalmente el Sistema y a aceptar un ensanchamiento considerable de los márgenes de fluctuación de las monedas europeas (márgenes que pasaron del 4'5 al 30 por ciento). Tras este acuerdo histórico que señala el abandono de un mecanismo original de cooperación y de solidaridad europeas, complemento del mercado único, las divisas europeas flotan. Pero ninguna de ellas se ha desplomado.

Es más, en los mercados de cambios se detecta una impresión de continuidad y de estabilidad que parece confirmar las afirmaciones de algunos líderes europeos según los cuales el SME, aunque parcialmente amputado, sigue vivo. La ilusión no está libre de riesgos. En realidad, los países europeos, con el compromiso alcanzado en Bruselas, recuperaron la libertad. Sólo, por el momento, Alemania -o, mejor dicho, su banco central independiente, el Bundesbank- ha sacado de todo ello las consecuencias que procedían. Los otros países europeos, fuertemente afectados por la recesión, ¿podrán negarse durante mucho tiempo a utilizar la libertad de que ahora disponen? La pregunta es particularmente válida en el caso de Francia. La calma de Agosto no garantiza un otoño fácil para la Europa monetaria.

Sea como fuere, ¿no se enterrarían con excesiva rapidez, este verano, el SME, la unión económica y monetaria y la moneda única?

Esta es la gran pregunta cuatro semanas después del compromiso del 2 de Agosto. Cuando los negociadores de Bruselas pretendieron haber "preservado el SME", lo único que consiguieron fue una sonrisa misericorde. El diagnóstico más común, en efecto, fue entonces que el ensanchamiento de las bandas de fluctuación equivalía al paso de un sistema de cambios fijo -aunque ajustables- a otro de cambios cuasiflotantes. Esto suponía el fin de la estabilidad monetaria garantizada y la desaparición de la disciplina en el seno de la Comunidad, así como la de los mecanismos de solidaridad. Cada país, en una palabra, recuperaba de hecho la libertad en materia de tipos de cambio y de tipos de interés. El SME había muerto.

Un mes más tarde, ¿cómo está la cuestión? Con el mantenimiento en vigor de la parrilla de paridades, de los mecanismos de intervención y de la voluntad declarada de unos objetivos de convergencia, la "osatura" del sistema se ha conservado. Al revés de lo que ocurrió después de las crisis de Septiembre y de Enero, esta vez no ha habido, por menos hasta el presente, auténticas devaluaciones competitivas. El mes de Agosto incluso se ha caracterizado por una gran estabilidad de las monedas europeas. Las variaciones respecto a las paridades anteriores a la crisis han sido muy modestas, con devaluaciones que han ido del 3% (para el franco francés) al 7% (para la corona danesa), en relación con el DM. Además, los grandes países han mantenido, por lo menos de palabra, sus compromisos a favor de políticas presupuestarias y monetarias que han de contribuir a la convergencia de las diferentes economías.

Al igual que antes del 2 de Agosto, las principales monedas del ex-mecanismo de cambios del SME continúan sujetándose al DM, divisa alrededor de la cual se ha reconstituido una serpiente formada por el florín holandés, el franco belga, la corona danesa y el franco francés. La divisa francesa ha encontrado así, por lo que parece, una nueva horquilla de fluctuación en la que el valor de un DM oscila entre 3'45 y 3'55 francos, mientras que en virtud del compromiso de Bruselas el deutschemark puede evolucionar entre 2'88 y 3'89 francos.

Así, pues, de una manera más bien simbólica, la Europa económica y monetaria posterior al 2 de Agosto sigue con la vista puesta en el Bundesbank, intentando entrever en las manifestaciones y gestos de sus directivos las señales de una próxima flexibilización de la política monetaria alemana. Después de la decepción del 26 de Agosto -día en que el consejo del "Buba" decidió no reducir sus tipos de intervención- Europa está atenta a lo que ocurra el 9 de Septiembre, fecha de la siguiente reunión del citado consejo. Por consiguiente, ¿se puede decir que no sirvieron para nada la grave crisis de los cambios, el psicodrama europeo que resucitó el antagonismo franco-alemán y el laborioso compromiso alcanzado el 2 de Agosto?

Algunas señales recuerdan, sobre todo en Francia, que con el arrinconamiento del SME las cosas son hoy bien diferentes de lo que eran antes del verano. Para empezar, la caja del Banco de Francia está vacía. Sus cuentas muestran incluso una situación negativa, lo que significa que el instituto de emisión debió endeudarse masivamente para defender el franco, para lo que acudió principalmente al Bundesbank. Según parece, el Banco de Francia pudo movilizar en Junio-Julio hasta un total de 330 m. m. de francos! No le va a resultar fácil reconstituir sus reservas, con unos especuladores que intentarán realizar sus ganancias en las mejores condiciones. El coste de la defensa del franco en el mes de Julio, todavía difícil de evaluar, podría haber alcanzado cerca de 10 m. m.

La vuelta del riesgo de cambio.

¿Puede un país vivir sin reservas de cambio? Después de la crisis del franco de Septiembre de 1992 las autoridades francesas habían mostrado su satisfacción por la rapidez con que las

reservas habían sido rehechas. En aquel episodio el Banco de Francia obtuvo un beneficio a costa de los especuladores. Hoy, esas mismas autoridades, mucho más discretas de lo que fueron entonces, explican que en un régimen de cambios flotantes las reservas apenas tienen importancia y que, al igual que otros países -Italia, Gran Bretaña en un determinado momento-, Francia puede vivir varios meses sin reservas.

A las empresas, por otra parte, el ensanchamiento de los márgenes de fluctuación de las divisas les crea una situación nueva. Después de más de cinco años, se habían habituado a una estabilidad casi total de los tipos de cambio en Europa. Ahora descubrirán de nuevo el riesgo de cambio para las divisas europeas, riesgo que había siempre existido por lo que se refiere al dólar y al yen. Ello les supondrá la necesidad de protegerse, lo que representará un nuevo coste, pero sobre todo una incertidumbre suplementaria poco favorable para las iniciativas y, en definitiva, para el crecimiento y para el empleo.

Sin embargo, otra señal que resulta de la nueva situación revela cierto optimismo por lo que se refiere a la situación en Europa. En efecto, mientras el número de parados sigue aumentando, los mercados financieros europeos, tanto los de acciones como los de obligaciones, viven desde hace un mes una euforia excepcional. Las bolsas -en especial la de París- pulverizan cada día nuevos records de altitud. Con la subida de las obligaciones, los tipos de interés de los títulos de renta fija han experimentado una baja notable tanto a París como en Bruselas y en Copenhague. *Edouard Balladur* no se equivocó cuando señaló -en su conferencia de prensa de la "rentrée"- que los tipos (nominales) a largo plazo (a dos o más años) se hallaban ya en Francia a niveles muy bajos. Esta inclinación hacia los títulos europeos por parte de los operadores financieros -especialmente de los famosos "especuladores anglosajones", culpables, según *François Mitterrand* y *Edouard Balladur*, de haber roto el SME- tiene una explicación simple: todos esos "especuladores" están convencidos de que los países en recesión aprovecharán su recuperada libertad para reducir rápidamente el precio del alquiler del dinero, con objeto de proporcionar de este modo oxígeno a sus economías enfermas.

Si llegaran a verse decepcionados, la cosa podría tener graves consecuencias. Por el momento, el primer mes de flotación casi generalizada de las monedas europeas parece haber demostrado una cosa: Un solo actor ha dado a conocer su intención de utilizar plenamente la nueva libertad, y éste ha sido el Bundesbank. Las autoridades monetarias de los otros países siguen deseando vincular su moneda al DM y sus tipos de interés al Lombard -uno de los tipos directores del "Buba"- y esto en una fase en que están enfrentándose con unas coyunturas económicas bien diferentes.

Habiendo contribuido activamente a su desencadenamiento, el "Buba" se complació notablemente con la crisis de finales de Julio y con el compromiso del 2 de Agosto. *Hans Tietmeyer*, el presidente designado al banco -y que debe suceder a *Helmut Schlesinger* el 1 de Octubre- confirmó, con ocasión de las negociaciones de Bruselas, que no sería un presidente más europeo que su predecesor. La misión -constitucional- del "Buba" no es la construcción de Europa sino la defensa de la estabilidad monetaria, es decir, la lucha contra la inflación y la protección del deutschemark.

Balladur y el arte de las inflexiones.

Cuando, al día siguiente del compromiso de Bruselas, el gran diario popular "**Bild Zeitung**" (de fecha 3 de Agosto), publicaba la información sobre aquel evento bajo un destacado titular que decía "Magnífico, el marco se ha salvado", seguido de un subtítulo dando cuenta de que "el

ecu murió ayer", traducía sin duda un sentimiento ampliamente compartido en Frankfort, sede del "Buba". El mismo día, *Helmut Schlesinger* expresaba ante la prensa de París su satisfacción por el hecho de que, en adelante, el banco central alemán no tendría que acudir en defensa de las monedas débiles de Europa. Un poco más tarde, el mismo banco confirmaba, en un análisis de la crisis publicado en el número de su revista mensual correspondiente al mes de Agosto, que en adelante no tendría necesidad de tener en cuenta criterios externos para definir su propia política monetaria. Por lo demás, el Bundesbank no cesa de sugerir a las autoridades monetarias de otros países que no dejen de hacer uso de la libertad de que ahora disponen.

Paradójicamente, con todo, preocupados por salvar Maastricht y por evitar una carrera desenfadada hacia las devaluaciones competitivas, dichas autoridades monetarias se han negado hasta ahora a utilizar esa libertad recuperada. El caso es, sin embargo, que las presiones a favor de un relajamiento de la política monetaria son cada día mayores en los países con recesión, más amenazados por la deflación que por la inflación. Después de los Premios Nobel de economía norteamericanos, han sido catorce profesores de la universidad flamenca de Lovaina los que lanzaron, el 25 de Agosto, un llamamiento en el mismo sentido. Una concertación entre los países afectados permitiría, según ellos, evitar la temida guerra.

En Francia, *Balladur* no es posiblemente tan insensible ante estos llamamientos como se ha querido creer. Esto, en cualquier caso, es lo que los mercados han querido deducir de lo que ha dicho recientemente. La continuación de la rebaja prudente de los tipos de interés llevada a cabo por el Banco de Francia desde hace un mes alcanzará así pronto un nivel interesante. Dado que París cuenta ya con unos tipos de interés nominales a largo plazo (a dos y más años) inferiores a los alemanes, ¿podrá disponer también sobre vencimientos más cortos de tipos inferiores a los vigentes más allá del Rin? Las dos experiencias anteriores no fueron concluyentes. ¿Tomará *Balladur* el correspondiente riesgo?

El problema para él no es sólo económico sino también político. Después de haber tenido que aceptar el estallido del SME y una mini-devaluación del franco, ¿estará el jefe del gobierno dispuesto a reducir con algún voluntarismo los tipos a corto plazo y a aceptar la estrategia monetaria propugnada por algunos de sus amigos políticos -*Alain Madelin* o *Philippe Seguin*-, esa "otra política" a la que se ha estado oponiendo hasta el presente? El primer ministro, que ha sabido "vender" muy bien la crisis monetaria a la opinión pública, ha demostrado también que sabía alterar su política sin por ello dar la impresión de rectificar. Ahora tienen la oportunidad de hacerlo una vez más.

Plus-Ça-change...

("The Economist")

¿Por qué los gobiernos europeos se han mostrado tan lentos en la utilización de su nueva libertad para recortar los tipos de interés tras el ensanchamiento de la banda de fluctuación de los tipos de cambio? Las bolsas han subido espectacularmente a la espera de que un dinero más barato estimularía la recuperación económica. Hasta ahora, el Banco de Francia ha recortado su tipo interbancario en sólo tres cuartas partes de un punto porcentual, dejándolo en el 9'25%,

conservando invariables otros tipos más importantes. Portugal y España han reducido sus tipos en medio punto. Otros gobiernos se han mantenido firmes o, como ha sido el caso en Dinamarca, incluso han aumentado los tipos.

Esto es extraño. El mecanismo de cambios europeo estalló como consecuencia, principalmente, de que los mercados creyeron que los tipos de interés reales de esos países se hallaban a unos niveles políticamente insostenibles, dada la profundidad de sus recesiones respectivas. ¿A qué esperan, pues, los gobernantes? Cuatro son las explicaciones más comunes:

* Los gobiernos desean reconstituir sus reservas. Según se cree, el Banco de Francia gastó, o pidió prestados cerca de 300 m. m. de francos en su intento de sostener el franco. El banco central danés también agotó sus reservas.

* Los gobiernos quieren penalizar a los especuladores. Al mantener elevados los tipos de interés, los bancos centrales elevan el coste de las apuestas contra el franco, forzando a los especuladores a ceder en sus posiciones sin haber visto realizado el beneficio esperado. Muchos comentaristas franceses han denunciado un "complot anglosajón", pero parece improbable que el gobierno estableciera una política sólo por un deseo de venganza.

* Después de 14 años de fijar los tipos de interés para defender el tipo de cambio frente al DM, los gobiernos temen dar rienda suelta a la recuperada libertad. *Alison Cottrell*, economista de Midland Global Market, la división de valores del Midland Bank, hace observar que los loros siguen frecuentemente sentados en sus jaulas mucho tiempo después de haberse abierto las puertas de éstas.

* Los gobiernos son reacios a echar por la borda toda la credibilidad antiinflacionista que con tanto esfuerzo estuvieron acumulando en los últimos años. Por consiguiente, intentan mantenerse lo más próximos posible a las viejas bandas del 2'5%, rehuendo los nuevos márgenes del 15 por ciento.

Con todo, si las recesiones se intensifican, los gobiernos no tendrán más alternativa que ceder. Sin unos tipos de interés menores o sin unas recuperaciones en marcha, los especuladores pensarán que las monedas han de bajar, más pronto o más tarde, siguiendo el deterioro de las correspondientes economías. Esta puede ser una razón que explique por qué el franco francés se fortaleció algo inmediatamente después de que el Banco de Francia recortara los tipos, hace pocos días. Por el contrario, a lo largo de la pasada semana la mayoría de las monedas se deslizaron aún más frente al DM a pesar de que los gobiernos mantuvieron invariables los tipos de interés. La moneda más tocada fue la corona danesa, que cayó más del 6% por debajo de su tipo central frente al DM. Todas las monedas, excepto el florín, se encuentran ahora fuera del 2'25 por ciento de las viejas bandas.

Una mayor flexibilización de la política monetaria por parte del Bundesbank haría las cosas más fáciles. Pero la tortuga alemana no parece querer convertirse en liebre. En realidad, dado que Alemania puede ahora seguir su curso antiinflacionista sin la presión de sus consorcios del SME, lo más probable es que no tenga prisa en alterar su política contractiva.

¿Qué país cederá antes?

...plus c'est la même chose.

Alemania es el país que ha experimentado el mayor retroceso por lo que se refiere a la producción industrial (-8'7% en el último año), pero sus tipos de interés reales, del 2'4%, son ya relativamente modestos. Además, la zona occidental del país tiene una de las menores tasas de desempleo de la CE (aunque esa cifra sería mucho mayor si incluyera el paro de la zona oriental). Por el contrario, Francia, Dinamarca y España tienen un paro de dos dígitos, han visto como su producción se reducía en un 3% o más a lo largo del pasado año y tienen unos tipos de interés reales verdaderamente penalizadores. Estos tres países piden a gritos unos tipos de interés menores.

A juzgar por muchos titulares de prensa, una sucesión de recortes de los tipos de interés acabaría con los problemas de Europa: la producción se reactivaría y el paro disminuiría. Desgraciadamente, es poco probable que esto ocurra.

La experiencia de Norteamérica y de Gran Bretaña indica que los tipos de interés actúan con gran lentitud. La recuperación británica había empezado ya antes de que la libra fuera obligada a abandonar el SME. Los datos recientes señalan que, en la Europa continental, hay recesión para rato. Por ejemplo, S. G. Warburg, un banco de inversión de Londres, espera que el Banco de Francia haya reducido su tipo de intervención (el equivalente del tipo de descuento) del 6'75 al 4 por ciento a mediados de 1994. A pesar de ello, Warburg estima que el PIB de Francia no subirá por encima del 1 por ciento el próximo año.

Los europeos continentales tienden a ser menos sensibles que los británicos a las variaciones de los tipos de interés. La deuda de las familias equivale sólo al 49% de la renta personal disponible en Francia y al 64% en Alemania, frente al 112% en Gran Bretaña y al 85% en Norteamérica. Además, en el continente, muchos adquirentes de viviendas tienen hipotecas con tipos de interés fijos, las cuales tienen su base en rendimientos de bonos a largo plazo, por lo que no se benefician inmediatamente de unos menores tipos de interés a corto. En Gran Bretaña, la mayoría de las hipotecas están formalizadas a unos tipos de interés flotantes. En realidad, al revés que el británico, el sector familiar francés tiene más activos con tipos de interés sensibles a las evoluciones del mercado que deudas, razón por la cual el impacto inmediato de unos tipos de interés menores es una reducción de las rentas netas.

Y lo que es más importante: incluso en el caso de que los tipos de interés bajen, Europa seguirá afectada por importantes problemas estructurales tales como el exceso de capacidad de muchas industrias, los déficit presupuestarios masivos y, peor aún, unos artríticos mercados laborales. Todo esto actuará como un poderoso freno durante algunos años. Es aún demasiado pronto para descorchar el champán.

Europa debería reconocer que el mundo ha cambiado.

("Financial Times", edit. de 10 de Sept.)

El observador curioso, de vuelta, bronceado, de unas vacaciones sin noticias, podría ser perdonado por creer que nada ha cambiado en los tensos y turbulentos mercados cambiarios de

Europa. El Bundesbank sigue atosigando a los operadores, y ayer nos ofreció una reducción inesperadamente importante de los tipos de interés oficiales. Mientras tanto, la mayor parte del resto de Europa -en especial Francia, Bélgica y Dinamarca- continúa siguiendo los pasos del DM y soportando los penalizadores altos tipos de interés que la política del Bundesbank implica.

Pero el mundo ha cambiado. El colapso, a últimos de Julio, de la versión dura del mecanismo de cambios, eliminó la última razón que podía existir para mantener tal política suicida. Además, el recorte de los tipos llevado a cabo ayer, así como la respuesta del mercado ante el mismo, confirma que se han de producir cambios en la política económica. En primer lugar, las condiciones internas de Alemania indican que la política monetaria de este país no va a flexibilizarse con la suficiente rapidez como para adecuarla a las necesidades del resto de Europa. Y en segundo término, la subida del DM frente al dólar supone una contracción todavía mayor de la economía europea, acelerando la llegada del día en que los tipos de interés deberán descender por debajo de los de Alemania.

Podría parecer extraño que el DM haya reaccionado positivamente frente al dólar con ocasión de una reducción de los tipos alemanes. Los tipos a tres meses de Alemania siguen estando más de tres puntos porcentuales por encima de los tipos norteamericanos, a la vez que los rendimientos de los títulos a 10 años son un punto superiores. Resulta, sin embargo, que el curso de la economía parece anunciar unos tipos alemanes inferiores y unos rendimientos norteamericanos superiores. Así, pues, ¿por qué ha subido el DM en un 6'75% frente al dólar desde Junio?

La explicación debe buscarse en la información económica que se ha ido difundiendo a lo largo del verano en ambos lados del Atlántico. El Bundesbank ha dado a entender sin ningún género de dudas que la distensión de la política monetaria proseguirá con lentitud todo el otoño. El crecimiento monetario sigue estando por encima de lo previsto y continúa muy en primer lugar en la lista de preocupaciones del presidente-electo del Bundesbank. La reducción de los tipos de ayer proporciona espacio para una mayor distensión, pero el tipo "repo" fue bajado sólo en una décima del uno por ciento, lo que sugiere que este espacio será explotado con lentitud.

Los principales indicadores de la economía alemana emiten señales inciertas. La producción subió en un medio por ciento entre el primer y el segundo trimestre, mientras que los pedidos industriales aumentaron en un 3% en Julio. Este crecimiento fue principalmente debido a la reconstitución de stocks, lo que no impide que la industria continúe estando sometida a una gran presión. Pero los tipos de interés a corto y largo plazo no son excesivamente altos, por lo menos comparados con los franceses.

En Estados Unidos, en cambio, las noticias sobre el estado de la economía han sido malas. La producción creció en el segundo trimestre a una tasa anual del 1'8 por ciento, un poco menos que en Alemania. El empleo bajó nuevamente el pasado mes, y la administración Clinton ha reducido sus previsiones de crecimiento al 2% este año, frente al 3'1 pronosticado en Abril. Naturalmente, la recuperación norteamericana se acelerará, un día u otro, pues los tipos de interés a corto y largo plazo son muy bajos. Pero la próxima dirección de los tipos a corto podría ser aún a la baja.

Esto explica que los inversores extranjeros hayan creído conveniente seguir en Alemania. A lo largo del próximo año, la subida reciente del DM puede verse reducida, o peor aún. Por el momento, con todo, la moneda sube. Lo malo de todo ello es el deseo de la mayor parte del resto de Europa de subir paralelamente. En Francia, esto significa que el tipo clave de

intervención no ha bajado desde la crisis de Julio, que los tipos de interés a corto plazo reales permanecen demasiado altos, que la producción se halla deprimida y que el paro no sólo es excesivamente elevado sino que no cesa de aumentar. En Bélgica, las recientes subidas de los tipos no hacen más que contribuir al empeoramiento de la crisis fiscal y al debilitamiento de la moneda, lo que hace que los temores del mercado se incrementen.

Europa debería ahora dejar que el DM evolucionara por su cuenta. No hay razón fundamental alguna para que el franco francés deba seguir al deutschemark, ni para arriba ni para abajo. Lo mejor que podrían hacer los gobiernos europeos es reconocer que las fluctuaciones del DM reflejan la inestabilidad de Alemania, olvidarse de las reuniones del consejo del Bundesbank y establecer los tipos de interés de conformidad con las necesidades internas respectivas.

Cuanto antes admitan que el mundo ha cambiado, mejor.

Las sorpresas del SME, un mes después de su colapso.

(Glenn Whitney, en "The Wall Street Journal" de 6 de Septiembre).

En el nuevo Sistema Monetario Europeo "flexi", parece que algunos bancos centrales no consiguen hacerse respetar.

Vean si no el caso del Banco Nacional de Bélgica. Incrementó sus tipos de interés en un punto porcentual la semana pasada, intervino repetidamente en el mercado cambiario y prometió utilizar "todos los medios" en defensa del franco.

¿No les parece familiar todo esto? Casi exactamente un mes después de que los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales se reunieran en Bruselas para hablar de la crisis y acordaran ensanchar las bandas, el SME continúa en una situación de crisis.

La mayoría de los gobiernos europeos se niega a permitir que sus monedas desciendan significativamente frente al DM. Y con su resistencia suicida -dicen muchos economistas privados- los gobiernos llevan sus economías a una recesión todavía más profunda.

En realidad, sus políticas monetarias se hallan aún estrechamente conectadas con el Bundesbank, el cual prosigue con su propio plan de reducción de la inflación y de control de la oferta monetaria sin tener por qué dar satisfacción a los deseos de sus consocios comunitarios por lo que a la reducción de los tipos de interés se refiere.

"Las bandas más anchas son música para el Bundesbank", dice *Ian Gunner*, economista del Chase Manhattan Bank en Londres. "Puede hacer lo que quiera. El problema en el SME es que los otros países no utilizan las bandas. No se dan cuenta de que, ahora, cada uno ha de ir por su lado".

Mientras los países del SME, en especial Bélgica, Dinamarca y Francia, sigan manteniendo unos elevados tipos de interés que obstaculizan el desarrollo, los inversores seguirán retirándose de esos mercados.

Las consecuencias de todo ello se constatan ya en los mercados de valores, los cuales, en general, se anticiparon a la recuperación del continente. Pero la bolsa de Bruselas fue la que peores resultados obtuvo, el pasado mes, entre 22 mercados, registrando una caída del 1'8% en términos de moneda local. En un mes caracterizado por el curso ascendente de las cotizaciones, Copenhague ocupó el lugar 16, en una escala de mejor a peor, con una subida del 5'4%, y París se situó en el puesto número 13, con un aumento del 6'4%, cosa que no está nada mal pero que apenas equivale a la mitad de lo que subieron otros mercados, como Madrid o Milán, situados el pasado mes en los lugares primero y segundo. Pero incluso las ganancias de éstos han de considerarse poco firmes, dependiendo de reducciones futuras de los tipos de interés.

La situación es parecida en el mercado de renta fija. Los bonos del Estado italianos y españoles proporcionaron los mejores rendimientos en Agosto, si los cálculos se hacen en las monedas locales: 5'54 y 4'35 por ciento, respectivamente. Los inversores han estimado que los tipos de interés de esos países disponen de mucho espacio para su reducción respecto a los tipos alemanes. Al mismo tiempo, se piensa que tanto la peseta como la lira se hallan cerca de su "valor correcto" ("fair value"), tras haber sido devaluadas alrededor del 20% frente a las principales monedas en los últimos 12 meses.

Los comentarios sobre la fortaleza del DM, la semana pasada, resultaron insistentes en exceso. En muchos casos, la robustez aparente de la moneda alemana es más función de la debilidad de las de otros países que otra cosa. En particular, los expertos cambiarios se han visto cada día más frustrados por el ritmo de la recuperación norteamericana.

Un conjunto de estadísticas dadas a conocer en Washington el pasado viernes hizo que aumentara ese sentimiento de desilusión. Los efectivos laborales no agrícolas bajaron en Agosto (-39.000), y el índice de principales indicadores descendió el 0'1% en Julio, mientras bajaba también el número de viviendas acabadas.

Por lo que a Alemania se refiere, es demasiado pronto para celebrar el inicio de la recuperación, pues muchos analistas piensan que, si bien la recesión de este país puede haber tocado fondo, lo más probable es que su economía permanezca dando tumbos, sumergida, durante varios meses más. "Hemos visto el final del túnel, pero no hemos salido aún de él", dice *Urich Beckman*, economista del Deutsche Bank en Frankfurt. "Todavía no estamos seguros de que vayamos a ver una reactivación significativa antes de finales de 1994".

También existe preocupación por cual pueda ser la profundidad real de la recesión en Francia, país que se ha visto forzado a mantener tipos de interés inapropiados en una situación de bajo nivel de inflación, situación que persiste desde hace cerca de dos años. "La gente concentra la atención en la muy baja tasa de inflación de Francia, pero esa tasa es más el resultado de una política monetaria muy austera que de la solidez de la economía del país", dice *Andres Drobny*, un estratega cambiario de Credit Suisse First Boston en Londres.

Como subraya *Drobny*, aunque el franco francés se ha venido mostrando débil frente al DM en los últimos meses, lo cierto es que es todavía un 10 o un 15 por ciento más fuerte que las monedas que devaluaron o que abandonaron el SME en los últimos doce meses, incluyendo la

libra, la lira, el punt irlandés, la peseta, el escudo, las coronas sueca y noruega y la markka finlandesa.

Juntos, los correspondientes países representan alrededor del 65 por ciento del comercio exterior francés, y los mayores precios de los artículos franceses en tales países reducen las expectativas de que se pueda producir en Francia una recuperación propulsada por las exportaciones. Mientras, el franco continúa debilitándose, habiendo estado estos días a 3'52'5 frente al DM, lo que le acerca a su mínimo histórico.

España adopta una actitud diferente, más parecida a la del Reino Unido tras la salida de este país del SME. El Banco de España redujo su tipo de intervención en medio punto porcentual hace pocos días, dejándolo en el 10%. La peseta se debilitó sólo marginalmente, quedando en 82'30 por un DM, frente a 81'75 la víspera del recorte.

La situación de todos estos países podría mejorar si el Bundesbank redujera sus tipos, pero las decisiones de éste son siempre una incógnita. Algunos analistas tienen la impresión de que los directores del banco central alemán pueden estar menos preocupados por la inflación ahora que el DM se ha apreciado, pero ya se sabe que las decisiones del Bundesbank son impredecibles.

La fidelidad de algunos países al Sistema Monetario Europeo.

(Carl Gewirtz, en "Herald Tribune" de 6 de Septiembre).

Llamémosle la partida de poquer que se niega a acabar.

Cuando colapsó el mecanismo de cambios de la Comunidad Europea, hace un mes, pareció que el juego había terminado. Los franceses habían agotado sus fichas. Los alemanes decían que no podían permitirse dar a los otros bancos centrales más crédito del ya concedido. Y los europeos en general soltaron las cartas diciendo que las reglas del juego monetario habían cambiado.

Sin embargo, ante la sorpresa general, resulta que los jugadores sentados alrededor de la mesa -es decir, los bancos centrales europeos y los operadores del mercado de divisas- se niegan a dejar sus sillas.

Los tipos de interés no han sido bajados y los participantes en el mercado -los "especuladores", por llamarles de algún modo- todavía hacen apuestas a favor de un descenso substancial de los valores de las monedas.

Algunos analistas dicen que los países que necesitan reducir los tipos de interés para reactivar sus economías -Francia, Dinamarca y Bélgica- mantienen sus apuestas por miedo de que Alemania se quede sola y lleve a cabo una política monetaria completamente autónoma, lo cual sería la antítesis de los objetivos perseguidos por el tratado de Maastricht.

Hace un mes, cuando los bancos centrales europeos ensancharon el margen de las posibles fluctuaciones de las monedas hasta dejarlo en el 30 por ciento, frente al 4'5 por ciento anterior, los bancos parecieron haber lanzado la toalla, conscientes de que no podían vencer. En realidad, los bancos no podían mantener unos tipos de interés que sostuvieran los tipos de cambio dentro de la banda estrecha en una situación en la que el mercado de divisas seguía apostando enormes sumas a favor de una importante reducción de aquellos.

Con el ensanchamiento de la banda pareció que Francia, Dinamarca y Bélgica habían creado el marco que había de permitirles, finalmente, reducir los tipos de interés, razón por la cual el mercado cambiario esperó, lógicamente, que el descenso de esos tipos debilitaría espectacularmente el valor de las monedas, de la misma forma que la cotización de la libra y de la lira había bajado un 20 por ciento cuando Gran Bretaña e Italia se habían visto forzadas a abandonar el SME el pasado otoño.

El mercado sigue pensando que así ha de ocurrir. Y más que liquidar sus posiciones especulativas contra el franco francés, los jugadores renuevan las apuestas, hecho, por cierto, que según los analistas del mercado obligó a una subida de los tipos de interés franceses, la semana pasada. En los días anteriores a la crisis de Agosto, el tipo a un mes fue del 10'25 por ciento. Más tarde bajó al 7'625 por ciento. Sin embargo, entre el último día del mes y los tres primeros días de Septiembre el tipo subió al 8 por ciento, para descender de nuevo, hace un par de días, al 7'938 por ciento.

No es inusual ver cómo los tipos de interés del Euromarket se endurecen los fines de mes, pero para *Antoine Alfonsi*, de Forex Finance, de París, todo ello constituía una prueba de que las posiciones especulativas adoptadas justo antes del momento culminante de la crisis se mantenían abiertas, en vez de ser liquidadas. "La gran masa de la especulación era a un mes", dijo *Alfonsi*. Se habían pedido a crédito francos con anterioridad a la crisis del 2 de Agosto y se habían adquirido DM con la intención de vender los marcos y devolver los créditos en francos un mes más tarde.

Resulta, sin embargo, que, de la forma que han ido las cosas, no se ha hecho un gran negocio con todo ello. Hace un mes, los marcos se compraban a 3'43 francos. En el presente, un DM vale 3'52 francos. El abandono de las posiciones produciría un beneficio de sólo el 2'6 por ciento, por lo que, creyendo que hay más que ganar, los especuladores prefieren renovar sus posiciones por otro mes.

La mayor presión, la semana pasada, se ejerció sobre el franco belga, y las autoridades no sólo subieron los tipos a corto para contribuir a la estabilización de la moneda sino que se vieron forzados a intervenir en el mercado cambiario. A pesar de todo ello, el franco se debilitó en un 0'8 por ciento a lo largo de la semana, terminando a 21'55 el DM.

Los daneses también elevaron los tipos de interés justo después de la adopción de las bandas anchas, pero lo cierto es que la corona sigue estando sometida a presión.

Los mercados de bonos, tanto en Bélgica como en Dinamarca, constituyen notables excepciones en el marco del proceso que llevó a la subida de los precios durante el pasado mes y que ha hecho que los rendimientos descendieran acusadamente. Los bonos belgas han subido un cuarto de punto, ó 25 puntos base, y en Dinamarca lo han hecho en 8 puntos base. Los banqueros informan que se están produciendo fuertes ventas en estos mercados, protagonizados por residentes del Benelux que están transfiriendo sus fondos a marcos.

¿Por qué, pues, a la vista de este tipo de presiones y de la evidente necesidad interior de unos menores tipos de interés, los gobiernos de Francia, Bélgica y Dinamarca se niegan a utilizar las bandas más anchas reduciendo dichos tipos?

Obviamente, los gobernantes desearían minimizar los beneficios de los especuladores. Y obviamente también, después de haber hecho la inversión política de defender el viejo sistema, no están dispuestos a abandonarlo con facilidad.

Pero una explicación mejor, dice *Christopher Potts*, de Banque Indosuez, de París, "es el temor a Alemania". Si Francia y los otros fueran a reducir los tipos de interés y a adoptar una política monetaria independiente, "se legitimaría una actuación autónoma por parte de Alemania".

Potts señala a este respecto que el objetivo de la unión monetaria europea establecido en Maastricht es federalizar tales decisiones de política monetaria. Y a su juicio, la única manera, en un año electoral, de obligar a Alemania a adoptar las reformas fundamentales necesarias para hacer frente a los costes de la reunificación es manteniendo la presión que haga imposible que el Bundesbank adopte una política monetaria que no sea conforme a las necesidades de los otros consocios comunitarios.

En el Reino Unido, el "miércoles negro" se ha convertido en el "miércoles blanco".

(Gleen Whitney, en "The Wall Street Journal" de 13 Septiembre).

Inmediatamente después de haberse producido los hechos ocurridos ese día, éste recibió el nombre de "miércoles negro". Pero el caso es que ya no se le llama así.

El 16 de Septiembre de 1992 fue el día en que un gobierno británico muerto de miedo sacó la libra del mecanismo de cambios europeo. En las dos semanas que siguieron, la moneda británica cedió cerca de un 20 por ciento de su valor frente a las principales divisas. Ahora, casi exactamente 12 meses después, los expertos le llaman a ese día el "miércoles blanco" o, mejor aún, el "miércoles maravilloso", celebrando no sólo las brillantes perspectivas que se le abrieron ese día a la libra sino el inicio del proceso que ha llevado al estado actual, progresivamente satisfactorio, de la economía del Reino Unido.

"El abandono del SME fue sin duda una cosa excelente", dice *Paul Turnbull*, economista de Smith New Court PLC. "Nos permitió alejarnos del curso recesivo de la economía continental y empezar la recuperación".

Una mejor balanza por cuenta corriente, una inflación relativamente suave y unas ventas de bienes de consumo mayores suponen un buen presagio para una libra antes desprestigiada.

Según la mayor parte de los pronosticadores, la moneda británica debería seguir el proceso de recuperación que se inició hace unos cuatro meses, hasta revaluarse alrededor del 10% frente a otras monedas importantes europeas. Y mientras el DM, el franco francés y otras divisas

pueden declinar, según se cree, un 12% frente al dólar en los próximos 12 meses, lo más probable es que la libra lo haga sólo en la mitad de esa cifra, aproximadamente.

La evolución probable de la moneda británica y el vigor de la recuperación de la economía del Reino Unido interesa a mucha más gente que a aquéllos que piensan invertir en este país. Los gobiernos de los países continentales europeos -particularmente los de Francia, Dinamarca y Bélgica- observan con atención lo que ocurre en el otro lado del Canal y se preguntan, casi con toda certeza, si deberían adoptar la misma actitud que las autoridades británicas en el sentido de desconectar sus monedas del deutschemark.

La reducción de medio punto porcentual de los tipos por parte del Bundesbank, la semana pasada, mostró que, aún en el mejor de los casos, habrá de pasar algún tiempo antes de que se produzcan variaciones en los viejos esquemas de funcionamiento del mecanismo de cambios. La mayor parte de los "satélites del DM", en efecto, bajó los tipos siguiendo la pauta del banco central alemán. Francia, preocupada por el valor del franco, procedió a una reducción menor.

La mayoría de los países de la CE han sido miembros del SME durante tanto tiempo que ya no disponen de gente, entre los altos cargos, que cuente con la experiencia práctica necesaria para dirigir una política monetaria realmente independiente.

Este no era el caso en Gran Bretaña, que redujo los tipos de interés en cuatro puntos porcentuales en los cuatro meses siguientes a su salida del mecanismo de cambios. Ahora bien, la libra había estado en el SME sólo desde 1989, mientras que casi todos los otros países llevaban en él más de una década.

La recuperación del Reino Unido ha sido en buena parte promovida por las exportaciones, como se ha visto en las cifras sobre comercio exterior que se acaban de publicar. Estas cifras muestran que el déficit del comercio de mercancías se redujo a 3'3 m.m. de libras (5'11 m.m. dólares) en el segundo semestre, frente a 3'5 m.m. en el primero.

Las exportaciones, excluido el petróleo y otros productos erráticos, subieron un 0'7% en el segundo trimestre, al tiempo que las importaciones bajaban un 2'8%. Y si bien la mayor parte de aquel aumento debe atribuirse al menor valor de la libra, también han de tenerse en cuenta los esfuerzos que se han hecho en la contención de los salarios y en el incremento de la productividad.

La mejora general es particularmente notable porque contrasta con la situación de los socios continentales de Gran Bretaña, todos ellos sumidos en la recesión. Los economistas prevén que las exportaciones se comportarán todavía más favorablemente cuando todos esos otros países se reactiven a principios de 1994. Naturalmente, ello dependerá de que la libra se mantenga aproximadamente donde ahora está.

Un análisis de 106 predicciones sobre la evolución de las distintas monedas realizado por Consensus Economics Inc. prevé, con todo, que la libra subirá hasta alcanzar los 2'56 DM, frente a los 2'48 de los últimos días. Sin embargo, el tipo de cambio de 2'56 DM queda todavía lejos de los 2'86 DM del tipo central que le fue asignado a la libra en el mecanismo de cambios europeo, pero representa una mejora del 10% frente al mínimo de alrededor de 2'34 DM que alcanzó en Febrero.

La fortaleza de la libra podría aconsejar a *Kenneth Clarke*, el ministro de Hacienda británico, a reducir todavía más los tipos cuando presente su nuevo presupuesto en Noviembre, presupuesto que incorporará probablemente una subida de impuestos.

"La recuperación parece ir avanzando satisfactoriamente", ha dicho *Keith Wade*, primer economista de Shroder Investment Management Ltd., en Londres. "Pero las autoridades no quieren que la libra se fortalezca en exceso porque, como se reconoce en todos los medios, se necesita una moneda competitiva para que la buena marcha prosiga".

En parte gracias a que nos hallamos en la fase siguiente a una recesión de dos años, el panorama por lo que a la inflación se refiere, parece particularmente brillante. Los precios al consumo subieron en Julio a una tasa anual del 1'4 por ciento, la más baja de los últimos 25 años. Además, según señalan los expertos, lo más probable es que las cosas sigan así. Ahora bien, a medida que la economía se reactive, también lo harán los precios, lo que explica que la tasa prevista para el año que viene sea de alrededor del 3'6 por ciento.

Esta subida de la inflación podría traducirse en un aumento de la cotización de la libra en la medida en que los operadores piensen que las autoridades van a proceder a una elevación de los tipos de interés a principios de 1994 con el fin de contener a los precios amenazantes.

Los economistas de Sociéte Générale Strauss Turnbull Securities Ltd. creen que el índice de los precios al consumo podría incrementarse aún más, hasta llegar al 5'5% en 1994. "La política monetaria está muy distendida en la actualidad" -dice *Corey Miller*, un analista de la citada firma- "y la devaluación de la libra que siguió a la salida de ésta del SME ha motivado un acusado incremento del precio de las importaciones. Esto, a la larga, activará la inflación".

Por lo demás, no faltan los pesimistas en una economía tan atenta y minuciosamente analizada como la británica. El primero de ellos es *Robin Aspinall*, economista de Panmure Gordon Ltd. Mientras muchos expertos creen que la economía, medida en términos de producto interior bruto, crecerá un 2'6% el año próximo, *Aspinall* pronostica un 2%. "Cualquiera que sea la cifra que digan otros, la mía será inferior", dice.

Según *Aspinall*, la enorme acumulación de deuda en los años 80, unida a la profunda recesión, dará lugar a que el gasto en consumo aumente sólo modestamente. Además, *Aspinall* piensa que el dólar se debilitará todavía más respecto a la libra.

"Nadie lo cree ahora, pero con unos Estados Unidos aproximándose a lo más alto del ciclo económico, pero aún así con un crecimiento todavía débil, podríamos ver la libra a 1'60 respecto a la moneda norteamericana", dice *Aspinall*.

Europa no llegará a la moneda única.

Entrevista de Josep María Cortés a Andreu Mas-Colell, Profesor de la Universidad de Harvard, publicada en "El País", el 13 de septiembre de 1993.

"La distribución entre países y continentes provoca ganadores y perdedores relativos. España es un ejemplo de ello, porque con la apertura de los mercados de la Europa del Este pierde ventaja comparativa. Volkswagen no abriría hoy la planta de Martorell", explica Andreu Mas-Colell, que recibió la visita de EL PAÍS en su residencia de West Newton, a las afueras de Boston.

Pregunta. ¿La libertad creciente de la economía tiene tal vez un coste demasiado alto?

Respuesta. Los que más se quejan son los sectores industriales menos progresivos y que menos futuro tienen.

P. En algunos círculos académicos norteamericanos se da prioridad a la firma del acuerdo de libre comercio con México (NAFTA), y se pone en segundo plano la firma de la Ronda Uruguay.

R. El GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio) es una realidad y tendrá su aplicación plena más tarde o más temprano. El NAFTA, por el contrario, es una cuestión urgente, de ello depende el despegue económico de México. La Administración de Clinton está centrada ahora en la cuestión del NAFTA, pero no es una elección política, sino una cuestión de calendario.

P. ¿Luego, para usted, tampoco es capital que se firme el 15 de diciembre la Ronda Uruguay?

R. Cualquier medida institucional de política económica tiene una influencia menor al 1%. Ahora bien, el GATT es importante porque despejará todas las incertidumbres que se están planteando todavía sobre el comercio mundial.

P. ¿Qué ventaja social se obtiene con un comercio mundial abierto?

R. Que inicien su desarrollo países como la India, una nación que resume potencialidad, población y pobreza. Hoy la libertad comercial es una corriente inevitable y hay que estar apoyando esa corriente con voluntades y gestos políticos.

P. ¿Se puede mantener el tono librecambista en una etapa como la actual de estancamiento económico?

R. Si la economía no arranca en el plazo de un año, volverá inevitablemente el proteccionismo. Volverá con barreras de Estados Unidos y Europa frente a Asia, pero en ningún caso con barreras de la CE con respecto al Este de Europa. En el caso español, el momento es más delicado por la aparición de nuevos mercados que pronto serán competitivos en el Este de Europa.

P. ¿Por qué esta referencia constante de España con respecto al Este de Europa?

R. Porque los trabajadores checos no están menos preparados que los españoles y, naturalmente, aquella economía compite mejor que la nuestra en costes laborales. Esta situación se vive ahora de forma dramática en Alemania, donde tras la unificación los salarios en la antigua Alemania del Este son 10 veces más altos que en Checoslovaquia.

P. El *dumping* social del sureste asiático ha convertido una paradoja en ley. Ahora los pobres son más eficientes si se mide en términos de costes.

R. Imagino así el futuro. Un mundo donde toda la manufactura se hace en el antiguo Tercer Mundo, y simplemente se importa al primer mundo y además las balanzas de pagos se igualan con los recursos de los beneficios empresariales de las compañías cuyos propietarios están en los países de desarrollados. Es el escenario lógico y además no es inestable.

P. ¿Qué se deriva de esta situación?

R. Hay que decirles a los empresarios que inviertan fuera. Sobre todo a los españoles.

P. La deslocalización industrial es un factor destructivo, porque acaba exportando a otros países la especialización.

R. No hablo de alta tecnología; no me refiero a trasladar a Argelia o Marruecos plantas de biotecnología. Hablo de fabricación pura y simple, una actividad en la que se debe elegir entre robotizar o tener mano de obra barata. Si lo que resulta aconsejable es lo segundo, la deslocalización es la consecuencia, mucho más en un momento en que los costes de transporte han disminuido considerablemente.

P. ¿Existe un conflicto entre la libertad del comercio mundial y el mantenimiento del Estado de bienestar?

R. No creo en este conflicto, porque el factor dominante a escala mundial es que la gran masa de la población está en países pobres, y la mejor manera de ayudar a los pobres es asegurarles el acceso al comercio internacional. Eso tendrá efectos negativos en algunos sectores y en determinados países desarrollados, pero es un sacrificio con mayores ventajas que las que obtendríamos protegiendo actividades como la agricultura.

P. ¿Cree usted que sigue siendo válido el Sistema Monetario Europeo a la vista de experiencias como la italiana o la inglesa?

R. Soy un excéptico sobre la posibilidad de una moneda única en Europa. No llegaremos a la moneda única, lo digo como predicción.

P. ¿Comparte la postura de algunos de sus colegas del MIT que aconsejan que España abandone el SME?

R. No comparto estas opiniones vertidas por el grupo de seis economistas de Massachusetts, a los cuales debería llamárseles la banda de los siete si se añade Lester Thurow. Me parece irresponsable aconsejar esto. España es un país con desajustes muy serios y con una gran inflación subyacente.

Ahora, en momentos de crisis, se puede comprobar que España es un seguidor natural, es decir, un país que no decide, no fija precios y se adapta como puede. Salir del SME y bajar tipos, con ejemplos tan inciertos como el de Italia o el de Inglaterra, es una locura.

P. ¿Cuál es su receta?

R. Seguir en Europa si proyectar grandes sueños.

P. ¿Qué valor concede usted a la política de rentas y al pacto social? ¿Cuál debe ser el papel de los sindicatos?

R. Los sindicatos tienen 10 años para adaptarse al nuevo modelo o desaparecer. Deben romper con la visión jerarquizada y patrimonialista del puesto de trabajo. El ministro de Trabajo norteamericano, Robert Reigh, está pidiendo a las centrales que abandonen su clásico esquema de lucha de clases o nadie contará con ellas en la empresa del futuro.

P. Se trata de un modelo sindical sumiso. ¿No le produce un cierto temor?

R. Lo que me da mucho miedo es una cifra de paro como la española, del 23%.

La situación puede que no sea tan buena en el Reino Unido.

(Peter Norman, en "Financial Times" de 18-19 de Sept.).

Todo parecía demasiado bueno para ser verdad, y esta semana se ha visto que las cosas son como son y no como querríamos que fueran.

Gran Bretaña, en efecto, ha dado la impresión, en los últimos meses, de que estaba consiguiendo una recuperación económica casi perfecta. El desempleo se reducía, la producción industrial aumentaba, la productividad subía y subía, la demanda ascendía lenta, pero firmemente... Además, unas exportaciones en alza y unos incrementos de los precios sorprendentemente modestos contribuían, unido a todo lo anterior, a hacer creer que el Reino Unido podía estar consiguiendo lo que cualquier autoridad económica desea: un crecimiento sostenido y no inflacionista.

No se trata ahora, después de una semana de estadísticas oficiales menos favorables, de pensar que todo ha sido mera ilusión. Sin embargo, las informaciones según las cuales la producción industrial sube un 2 por ciento, y no un 3 por ciento, y las noticias de que el paro ha aumentado (+ 10.000) en los últimos dos meses, después de haber estado bajando durante cinco, ha llevado a los analistas a contactar de nuevo con la realidad.

Algunos funcionarios del Tesoro, escépticos, habían hecho observar ya que la "situación de ensueño" de los últimos tiempos no coincidía con el estado real de las cosas. Con un continente europeo viviendo lo que es probablemente la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial,

por un lado, y con una deuda propia y un mercado inmobiliario negativos, por otro, siempre se pudo pensar que la recuperación en Gran Bretaña sería insegura y accidentada.

Este parece ser ahora el caso. Las noticias de esta semana de que los precios al consumo subieron en un 1'7 por ciento en los 12 meses anteriores a Agosto (frente a un 1'2 por ciento en el año que terminó en Junio, lo que puede indicar que la inflación, después de haber tocado fondo, se reactiva) puede hacerle difícil al gobierno, según pretendía, congelar los sueldos del sector público. Ahora bien, el hecho de que la inflación aumente y la circunstancia de que la expansión se haya ralentizado hace que las restricciones salariales, en general, sean aún más necesarias.

Por otra parte, las revisiones a la baja de las cifras de la producción industrial en la primera mitad de este año han conducido a una nueva valoración de la productividad y de los costes salariales unitarios.

A mediados de Agosto, los datos del departamento de Empleo habían sugerido que Gran Bretaña podía estar disfrutando de un milagro de productividad. El gobierno, en efecto, dio cuenta de que la producción por trabajador en la industria había subido un 10'5 por ciento en Mayo, en comparación con un año antes.

Con un aumento anual del 9'9 por cien, las cifras de productividad revisadas de Mayo siguen siendo buenas. Sin embargo, los datos sobre el incremento anual de la producción industrial por trabajador correspondientes a Junio y Julio han sido menos espectaculares: 5'1 y 5'5 por ciento, respectivamente.

Por otro lado, las últimas informaciones sobre lo que ocurre en materia de costes laborales unitarios sitúan la competitividad de la economía británica a un nivel menos favorable. Las cifras oficiales de Agosto mostraron que los sueldos y los salarios por unidad de producción bajaron un 5'3 por ciento en los 12 meses anteriores a Mayo. Este descenso ha sido dejado en un 4'4 por ciento en la revisión de esta semana, durante la cual el departamento de Empleo también ha anunciado descensos mucho menores de los costes laborales unitarios en la industria (del 0'4 y del 0'6 por ciento en los 12 meses anteriores a Junio y Julio, respectivamente).

Esas cifras se refieren sólo a la industria, que representa menos de una cuarta parte de la economía, y, desde luego, están sometidos a posibles revisiones. Los datos (provisionales) sobre productividad y sobre costes salariales unitarios para el conjunto de la economía en la primera mitad de este año no se conocerán más que dentro de unos días.

Sea como fuere, las estadísticas conocidas indican con bastante seguridad que el crecimiento anual de los ingresos medios a la históricamente baja tasa actual del 3'5 por ciento no permite dormirse en los laureles. En especial, desde el punto de vista de la Administración, el actual 5 por ciento de aumento anual de los ingresos subyacentes en la industria es demasiado elevado para asegurar la tranquilidad. Dice poco a favor de la competitividad de la industria británica y desautoriza al gobierno en su intento de restringir la paga del sector público.

EE.UU.: El lento desarrollo oculta las mejoras de la productividad.

(Alfred L. Malabre, Jr., en "The Wall Street Journal").

La preocupación por la recuperación lenta de la economía de Estados Unidos oculta una circunstancia feliz de gran importancia: la mejora notable de la capacidad de Norteamérica para competir en los mercados internacionales. Lo que hay detrás de esta mejora es el coste cada día más competitivo de la mano de obra de este país. Esto es en parte reflejo del menor valor del dólar en términos de otras monedas a partir de mediados de los años 80, pero también es el resultado de una mayor contención en las subidas salariales y de unos aumentos de la productividad mayores que los de otros países.

Esta mejora de la competitividad norteamericana puede ser constatada mediante un análisis comparativo en el marco internacional. Según un estudio reciente del Departamento de Trabajo, la producción horaria de los trabajadores de Estados Unidos aumentó el año pasado en un 4'6%. Este resultado fue mejor que el de ocho de diez países analizados, estando por encima de los correspondientes a competidores tales como Alemania (0'6%), Francia (2'9%), Italia (3'7%) y Canadá (4'2%). En Japón, la productividad bajó en un 6'2%.

No es casualidad que Estados Unidos consiguiera también unos buenos resultados en materia de contención de costes laborales, los cuales descendieron un 1'5% por unidad de producción. Dichos costes, expresados en términos de valor internacional de dólar, subieron acusadamente en la mayoría de los otros países estudiados. Entre los mayores incrementos aparecen los de Japón (18'3%), Alemania (12%), Holanda (11'9%) y Francia (7'2%).

La evolución más reciente de Estados Unidos en este campo contrasta con lo ocurrido años atrás. En 1979-85, la mejora de la productividad en Norteamérica fue solo del 2% anual, como promedio. Esto fue substancialmente inferior a lo conseguido por Italia (5%), Gran Bretaña (4'6%), Holanda (4'2%), Japón (3'9%), Francia (3'1%) y Canadá (2'4%).

En el mismo período -como era de esperar- los costes laborales de Estados Unidos subieron apreciablemente, al tiempo que bajaban en casi todos los demás países. El incremento medio anual en Estados Unidos fue del 4'9%, frente a reducciones del 7'5% en Holanda, 5'4% en Suecia, 4% en Alemania, 3'4% en Francia, 3'3% en Italia, 2% en Gran Bretaña y 0'8% en Japón.

Las informaciones sobre nuevos países industriales tales como Corea del Sur y Taiwan son menos completas, pero también indican una mejora de la posición competitiva de Estados Unidos. Así, mientras los costes laborales de este país bajaban el pasado año, los mismos costes, expresados en dólares, subían en Taiwan (12'4%) y en Corea del Sur (0'5%).

Por supuesto, los salarios horarios de dichos países siguen siendo muy inferiores a los de Estados Unidos, pero las diferencias se han estado reduciendo desde mediados de la pasada década. En 1985, el salario horario en Corea del Sur, Taiwan y Méjico era aproximadamente el 10% del de Estados Unidos. El año pasado, el mismo salario alcanzó el 30% del norteamericano en Corea del Sur, el 35% en Taiwan y el 15% en Méjico, aproximadamente.

En 1985, la paga horaria en Estados Unidos era también mucho más elevada que en los otros países del llamado grupo de los Siete Grandes. En Canadá se situaba en el 85% de la de Norteamérica. En Alemania, el salario horario era el 75% del de EU, y menores aún eran los niveles de Italia (60%), Francia (58%), Japón (50%) y Gran Bretaña (45%).

El año pasado, en cambio, la paga horaria en Estados Unidos fue ya inferior que la de la mayoría de los 7G. En Alemania se situó un 60% por encima. En Italia, un 20%. Sólo en Gran Bretaña se mantuvo por debajo, pero habiendo casi desaparecido la diferencia, que años atrás fue enorme.

La mejora de la competitividad norteamericana puede explicar en parte por que las exportaciones han ido convirtiéndose en el componente más activo de la economía de Estados Unidos. En la actualidad, alrededor del 12 por ciento del producto interior norteamericano procede de la actividad exportadora. Esto representa un gran aumento frente al 7% de 1985. En etapas anteriores, la participación de la exportación en el PIB apenas se había alterado a lo largo de los años.

H. Erich Heinemann, primer economista de Ladenburg, Thalmann & Co., hace observar que las exportaciones de Estados Unidos, ajustadas según las alteraciones de los precios y de los tipos de interés, representan en el presente alrededor del 23 por ciento de la exportación total de los países industriales. En 1985 suponían sólo el 17%. "Los Estados Unidos son hoy el primer exportador mundial", dice *Heinemann*, subrayando que "los 200 m. m. de dólares en que ha aumentado la exportación norteamericana desde 1985 representan una cifra superior a la de las exportaciones de todos los países, excepto cinco".

En los últimos meses, un estudio realizado por Goldman, Sachs & Co. advierte que "la débil situación de la economía de los principales interlocutores comerciales de Estados Unidos ha ralentizado el crecimiento de nuestras exportaciones". El informe, por lo demás, hace observar que "el déficit comercial de Estados Unidos ha aumentado en la medida en que Norteamérica ha salido de la recesión antes que los otros países. En tales circunstancias, las importaciones tienden a aumentar como consecuencia del incremento de la actividad económica, al tiempo que las exportaciones se resienten de la débil demanda exterior.

A la vista de la mejor situación competitiva de Norteamérica, con todo, el incremento del déficit comercial del país debería ser limitado. De hecho debería acabar con la reactivación de las economías extranjeras, cosa que, según el estudio de Goldman Sachs, se ha de producir en 1994.

Una previsión parecida es la que hace el Center for International Business Cycle Research, de la Universidad de Columbia, el cual elabora indicadores económicos básicos para 10 países importantes. Tales indicadores han mostrado una tendencia ascendente en los últimos meses. Consecuentemente, el servicio de estudios de Columbia pronostica que "es inminente una recuperación generalizada, lo que debería contribuir al incremento de las exportaciones norteamericanas en un futuro próximo".

Una economía más competitiva puede representar un triste consuelo para aquellos norteamericanos que han perdido el empleo o que han visto cómo sus ingresos se iban reduciendo. De todos modos, esto es sin duda mucho mejor que la alternativa de una economía cada día menos competitiva en un mundo crecientemente interconectado y más competitivo.

Francia, incomprendida en Cambridge (Massachusetts).

Erik Izraelewicz enviaba, desde Boston, el siguiente comentario a "Le Monde" de 22 de Septiembre.

¿Se ha vuelto loca Francia? Para la Norteamérica académica que trabaja al servicio de la administración Clinton, en especial la de los campus de Cambridge (Massachusetts), la pregunta es muy oportuna. Las políticas económica y comercial de *Edouard Balladur* son fruto, a los ojos de los expertos norteamericanos, de criterios irracionales. Tanto si se trata de la moneda como del GATT, Francia es incomprendida y corre el riesgo de quedar aislada en los meses próximos.

Esta es, en cualquier caso, la impresión que han podido recoger los pocos franceses que han participado en la "Cumbre de la Industria", un simposio internacional que tuvo lugar del 9 al 12 de este mes de Septiembre en Cambridge, Estados Unidos, organizado por el Forum de la Economía Mundial⁽¹⁾ y por el MIT (Massachusetts Institute of Technology), en colaboración con la Universidad de Harvard, simposio en el que participaron unos 700 líderes empresariales y políticos.

"Se trata de un problema más bien propio de la psiquiatría". Aludiendo a la negativa de las autoridades francesas de proceder a una distensión espectacular de la política monetaria, *Robert Solow*, profesor del MIT y Premio Nobel de Economía, se muestra severo con el gobierno de *Balladur*. Su colega *Stanley Fisher*, antiguo vicepresidente y primer economista del Banco Mundial, no le va a la zaga. La decisión de sujetar el franco al deutschemark no tiene a sus ojos otra explicación que el "orgullo nacional" puesto que no obedece a ninguna visión racional de la economía. De hecho, ninguno de los dos, como es asimismo el caso de *Rudiger Dornbusch*, también del MIT, consigue explicarse la actitud de París. Para estos economistas próximos a Clinton, Francia tiene que hacer frente a un paro masivo, por lo que es más que nunca necesaria una política expansiva. Puesto que el arma presupuestaria está gastada, sólo puede utilizarse un estimulante monetario.

Aunque apruebe todas las acciones de reforma del mercado de trabajo emprendidas por Francia, *Robert Solow* entiende que tales acciones son insuficientes. El paro francés, a su juicio, no es sólo debido a las disfunciones del mercado de trabajo. "Esa es una explicación demasiado cómoda, que tranquiliza a los ministros de Hacienda y a los gobernadores de los bancos centrales", les dice a las personalidades de una cincuentena de países reunidas en el MIT. "Una gran parte del paro es consecuencia de una demanda insuficiente". Lo importante, pues, en su opinión, es que el gobierno adopte medidas para activar la demanda.

Rechazando los argumentos "europolíticos", *Robert Solow* considera indispensable que los países europeos y, sobre todo, Francia, aprovechen la libertad que han recuperado con la explosión del Sistema Monetario Europeo y procedan a una aceleración de la actividad a través de una reducción rápida y substancial de los tipos de interés, al igual que lo han hecho Gran Bretaña e Italia, "La razón acabará por imponerse", estima el Premio Nobel. "A la larga se

(1) El World Economic Forum es una asociación con base en Ginebra que organiza seminarios -como el que tiene lugar cada año en Davos, Suiza- en los que se desarrollan debates técnicos, directivos de empresas y políticos de los más diversos países.

impondrá en Europa una estrategia 'a la americana' (con unos bajos tipos de interés durante un largo período de tiempo), incluso en Alemania", añade *Rudiger Dornbusch*.

Si los expertos de Cambridge no comprenden la política macroeconómica de Francia, apenas se puede decir que entiendan mejor la estrategia de este país por lo que se refiere a las negociaciones comerciales multilaterales. Cuando multiplican sus llamadas a favor de una conclusión feliz de la Ronda Uruguay, los directivos de los grandes grupos multinacionales que participan en esta Cumbre de la Industria -*Percy Barnevik*, presidente de ABB; *Robert Palmer*, presidente-director general de Digital Equipment- expresan los mismos interrogantes y manifiestan la misma actitud crítica hacia la "oveja negra" que en estas discusiones es, a su juicio, Francia.

Según explica *Dornbusch*, por ejemplo, el fracaso de la Ronda Uruguay tendría consecuencias dramáticas para la economía mundial. "La fecha límite del 15 de Diciembre es realmente la última, esta vez", afirma aquél, al tiempo que dibuja un horizonte sombrío en el caso de que tal fracaso se confirme. "Las bolsas se hundirán y se generalizará la recesión..." Es de nuevo la apocalipsis, un poco como aquélla que anunciaban los partidarios del "sí" a Maastricht, hace un año, en caso de una victoria del "no". Que nadie pretenda que las negociaciones podrán proseguir después del 15 de Diciembre, toda vez que el Congreso de los Estados Unidos, muy poco favorable al libre cambio, no lo va a autorizar, ha venido a decir *Dornbusch*.

Según todos los que han intervenido en estas cuatro jornadas, una evidencia parece imponerse: el país que amenaza con hacer fracasar la Ronda Uruguay es Francia, aunque todos los europeos tienen una parte de culpa en ello. *Jeffrey Sachs*, profesor de Harvard, denunció una vez más la actitud de la Comunidad, cerrada, según él, a los productos del Este europeo. Pero es sobre todo el expediente agrícola el que deja perplejos a los analistas de Cambridge. La actitud de Francia en esta materia les resulta del todo incomprensible. Las estadísticas que les sirven de base para sus razonamientos les llevan a las siguientes reflexiones: disponiendo de una economía muy dependiente de sus exportaciones y en la que la agricultura no representa más que un papel relativamente marginal, Francia, según ellos, necesita imperativamente un sistema de comercio mundial muy abierto, razón por la cual debería estar interesada en el éxito de las negociaciones en curso.

Los citados profesores no imaginan ni un solo instante la posibilidad de que Washington pueda reanudar las conversaciones que llevaron al acuerdo de Blair House, acuerdo al que llegaron Estados Unidos y la CE en 1992. "Se trata de un asunto entre europeos", dice *Rudiger Dornbusch*. Este se refiere a "razones electorales muy locales, provinciales"; vulgares, en definitiva. Busca una explicación de la actitud francesa en una guerra de ambiciones entre *Balladur* y *Chirac*. Pero, sobre todo, *Dornbusch* se inquieta, al igual que otros, por el hecho de que París no sienta ya la necesidad de excusarse por defender tesis proteccionistas. Incluso parece que esta defensa se haya convertido en una moda.

"¿Es verdad que, con Pasqua, Francia no desea ya recibir extranjeros?" Esta pregunta, planteada a un industrial francés por un industrial japonés que pretende invertir en Europa, revela las dificultades que encuentra París para hacer comprender su política en el extranjero. Si algunos grupos de presión tienen interés en deformar la realidad, lo mejor que se puede hacer es esforzarse por presentar tal realidad de la manera más clara y más convincente. Esto no se ha hecho en Cambridge. ¿Se hace siempre en París?

Buenas noticias de Europa y de Japón.

Los dos artículos que siguen aparecieron publicados en "The Washington Post" y en "Herald Tribune" de los días 10 y 11 de Agosto. Su autor es C. Fred Bergsten.⁽¹⁾

La economía norteamericana recibió la semana pasada más buenas noticias que la simple aprobación del plan fiscal de Clinton. Europa cesó en su esfuerzo por mantener unas paridades fijas y Japón eligió su primer gobierno realmente nuevo de los últimos 40 años.

Sólo uno de esos acontecimientos -el plan fiscal- se presentó como una gran noticia en Estados Unidos. Esto es comprensible, toda vez que si a la mayoría de los norteamericanos les resulta difícil estar atentos ante el drama del déficit de su país, calcúlese lo que ha de preocuparles la evolución del franco francés o las peripecias del partido Democrático-Liberal japonés. Pero el caso es que los acontecimientos que acaban de producirse en el extranjero tendrán probablemente una gran repercusión en el crecimiento económico de Norteamérica y en la creación de empleo en este país, por lo menos durante los años inmediatos.

Por supuesto, el acuerdo fiscal constituye un inicio esencial. Los Estados Unidos se han visto obligados a mantener un crecimiento lento, y a veces ni siquiera esto, como consecuencia de la enorme deuda, que ha estado debilitando a todos los sectores de la economía: consumidores, empresas y Administración.

Requerirá un esfuerzo enorme la puesta en práctica del programa de Clinton y su realización a lo largo de los próximos cinco años. Una atención y un vigor político grandes serán necesarios para asegurar que el Congreso lleve efectivamente a cabo las reducciones de gasto previstas -aunque no especificadas- en el plan. Este, en cualquier caso, es importante en el sentido de que muestra el deseo firme de hacer frente a los problemas globales que condicionan en el presente el crecimiento norteamericano.

Las perspectivas de expansión a corto y medio plazo son aún, sin duda, muy modestas. Los incrementos de impuestos y las restricciones del gasto previstas en el programa de reducción del déficit supondrán una contracción de la economía. Afortunadamente, con todo, los menores tipos de interés que han de resultar del plan fiscal deberían proporcionar un estímulo susceptible de compensar de algún modo aquellos elementos negativos.

Sea como fuere, todo ello lleva a la conclusión de que seguirá el lento crecimiento y de que las perspectivas no son brillantes por lo que a la creación de empleo se refiere. Esto salvo en el caso de que se haga algo más.

Si el Congreso y la Administración quieren utilizar el instrumento fiscal para mejorar el panorama, deberán acudir a otros procedimientos adicionales. Deberán encontrar la manera, en el marco reducido de la nueva ley presupuestaria, de trasladar recursos a programas de innovación tecnológica y de formación laboral susceptibles de estimular la productividad. Pero

⁽¹⁾ C. Fred Bergsten es director del Institute for International Economics y presidente del Competitiveness Policy Council. Su último libro, escrito en colaboración con Marcus Noland, se titula "Reconcilable differences? United States-Japan Economic Conflict".

incluso estas nuevas inversiones exigirán tiempo, antes de que produzcan sus frutos en forma de un crecimiento más rápido y de más empleo.

De ahí que, a corto plazo, la única posibilidad de una recuperación significativa de la economía norteamericana reside en el comercio exterior. De hecho, los modelos económicos prevén que la mayor parte de los efectos positivos que se esperan del nuevo paquete fiscal tendrán su origen en la mejora de los intercambios comerciales: los menores tipos de interés que resulten de todo ello mantendrán el dólar y, por consiguiente, la exportación competitiva.

La importancia de las exportaciones ha quedado demostrada en los años recientes. Más de una tercera parte del crecimiento total norteamericano de los últimos años 80, tuvo su origen en una mejor posición internacional. La expansión de las exportaciones hizo posible que la recesión de 1990-91 no fuera el doble de lo que fue. Desgraciadamente, las crisis que disminuyeron el poder de compra en los principales países extranjeros han hecho que los resultados del comercio exterior norteamericano se deterioraran de nuevo en los últimos dos años.

Y es ahí donde los acontecimientos que acaban de tener lugar en Europa y Japón han de ejercer un papel importante. Una mayor expansión en esas zonas estimula las exportaciones norteamericanas, con lo que se crean empleos en cantidades considerables. Mi colega *William Cline* estima que cada 1 por ciento anual de mayor crecimiento en el extranjero representa un aumento de 10 m. m. de dólares de las exportaciones de Estados Unidos.

Si Europa y Japón pudieran reanudar su ritmo expansivo normal en los próximos dos o tres años, la producción interior de Estados Unidos podría subir en 50 m. m. de dólares. Un millón de puestos de trabajo bien pagados serían así creados.

.....

Europa adquiere más de una cuarta parte de las exportaciones norteamericanas y, por consiguiente, constituye un elemento central de la "estrategia de crecimiento global" que preconiza la administración Clinton. Sin embargo, la Comunidad Europea no ha representado últimamente el papel que le correspondería en esa estrategia, y esto porque ha estado obsesionada por evitar alteraciones de los tipos de cambio de sus países miembros en el proceso de su integración económica.

El principal problema a este respecto ha sido que Alemania, después de la reunificación, se inscribió en un curso de Reaganomía. Enfrentada con la necesidad de financiar los nuevos territorios del este y reacia al aumento de impuestos, Alemania incurrió en grandes déficit presupuestarios. Para contener las presiones inflacionistas así originadas, el Bundesbank elevó considerablemente los tipos de interés. Y para evitar la devaluación de sus monedas frente al DM, los otros países europeos se vieron obligados a subir sus tipos de interés uno tras otro. Así fue cómo el Sistema Monetario Europeo condujo a toda Europa a la recesión.

Gran Bretaña e Italia abandonaron el mecanismo de cambios en Septiembre del año pasado. Ambos países han estado en condiciones a partir de entonces de reducir sus tipos de interés de manera apreciable, así como de mejorar su competitividad. Los británicos han conseguido reanudar el crecimiento. Al decidir ampliar los márgenes de posible oscilación de sus monedas,

Francia y la mayoría de los países continentales se han situado en una posición que les ha de permitir una recuperación similar.

También Alemania debería beneficiarse de la nueva situación. A medida que los tipos de interés disminuyan a lo largo y ancho de Europa, el DM -y, por consiguiente, el poder de compra alemán- se fortalecerá. La inflación, cuyo rápido descenso se preveía, bajará todavía más. A la larga, el fortalecimiento del DM actuará contra la competitividad de las exportaciones alemanas e intensificará las presiones internas a favor de un cambio de la situación; y esto a su vez debería llevar al Bundesbank a reducir los tipos de interés de manera substancial y a estimular la economía alemana.

El efecto neto de todo ello, es que el crecimiento debería reanudarse activamente en toda Europa, por lo menos hacia 1994. Esta es una buena noticia para los exportadores de Estados Unidos.

La expansión norteamericana debería recibir un segundo empujón de Europa. Unos menores tipos europeos facilitarían la labor de los solicitantes de recursos norteamericanos que buscan capitales en los mercados financieros globales de hoy. Esto podría constituir un freno que contrarrestara cualquier intento de la Reserva Federal de elevar los tipos a corto para prevenir cualquier amenaza inflacionista. Al llegar inmediatamente después de aprobado el plan fiscal, la nueva situación europea podría contribuir a la promoción de unos menores tipos en Norteamérica, en especial de los tipos a largo plazo, tan importantes para la inversión privada.

Las repercusiones potenciales negativas de todo ello son que los menores tipos de interés de Europa podrían hacer subir el tipo de cambio del dólar, perjudicando a la balanza comercial norteamericana en 1995 y más allá a través del debilitamiento de la competitividad de las empresas de Estados Unidos por lo que a precios se refiere. Si bien el dólar ha bajado substancialmente frente al yen, en el último año, ha subido más del 15 por ciento frente a las monedas europeas. (Si se tiene en cuenta el conjunto de los intercambios comerciales de Estados Unidos, el dólar ha subido alrededor de un 7 por ciento, como promedio). Unos menores tipos de interés contribuirían también a la contención de la subida del dólar, pero las autoridades monetarias norteamericanas deben estar preparadas para intervenir, llegado el caso, en los mercados cambiarios internacionales.

La última buena noticia para los que buscan trabajo en Estados Unidos procede de Japón y se refiere al cambio político que se acaba de producir en este país. Durante la mayor parte de los dos últimos años recesionistas, Japón eludió un paro significativo exportándolo a otros países. La modesta expansión de que ha disfrutado procedió principalmente de sus substanciales excedentes comerciales.

Los problemas económicos de Japón son en muchos sentidos imagen de los de Norteamérica, pero al revés. Su economía se halla estancada porque su gobierno no ha estado dispuesto a aumentar el gasto a pesar del gran superávit presupuestario. Ojalá Estados Unidos tuviera el mismo problema. Pero el caso es que los gobernantes de Japón, pese a haber anunciado repetidamente la aprobación de grandes programas de gastos, no han sido capaces (o no han querido) de conseguir que la burocracia del Ministerio de Hacienda llevara a efecto los correspondientes planes reactivadores.

La revolución política que puso fin a la hegemonía del Partido Demócrata-Liberal podría suponer un cambio radical de la situación. Por primera vez en el período de la postguerra los

políticos japoneses deberán competir para conseguir los votos de los electores individuales. Japón es un país rico, pero su gente disfruta de un nivel de vida relativamente modesto. Existe una gran demanda de mejores viviendas, de transportes más fáciles, de más ocio, etc. etc. El estímulo fiscal es de hecho la alternativa más prudente de cara a la recuperación de Japón, dada la experiencia de la "economía burbuja" de los últimos años 80 que desacreditó y ha llevado a desconfiar en el dinero fácil.

Se necesitarán probablemente varios años para que la nueva situación política de Japón se consolide. Se formarán y desaparecerán partidos y coaliciones, y políticos y grupos competirán para atraer a los votantes. Pero un resultado de todo ello debería ser un mayor gasto y, por consiguiente, una política económica más expansiva. Otra consecuencia podría ser la reducción de los obstáculos a la importación, así como de otros impedimentos que dificultan el acceso al mercado japonés, y esto a medida que los consumidores descubran que han estado pagando precios muy superiores que sus iguales de otros países por productos idénticos.

Mucho más es lo que debe hacerse en el marco internacional para que se hagan realidad las esperanzas que los recientes acontecimientos despiertan en Norteamérica. Alemania debe corregir su enorme déficit presupuestario con el fin de hacer posibles unos menores tipos de interés en Europa. Japón debe realizar realmente los planes de gastos anunciados en el otoño y en la primavera últimos, los cuales, además, han de ser complementados con las medidas que han de hacer posible una nueva etapa de crecimiento sostenido. Deben evitarse las oscilaciones pronunciadas de los tipos de cambio de las monedas y han de llevarse a buen fin los esfuerzos realizados en el marco del GATT para abrir los mercados mundiales.

Finalmente, como es natural, los líderes políticos norteamericanos han de demostrar que el plan fiscal que se acaba de adoptar merece realmente el aplauso generalizado que ha recibido. Sólo entonces se hallará Norteamérica en una posición económica y moral que le permita pedirles a los otros países que hagan todo lo que esté en sus manos para reactivar la economía mundial. El acuerdo presupuestario no se sostendrá si Estados Unidos no se recupera. Pero el crecimiento global no adquirirá vigor si Norteamérica no le muestra al mundo que esta vez va en serio y que el plan fiscal está ahí para ser cumplimentado.

Desarrollo incierto para 1994, según el Fondo Monetario Internacional.

(Peter Norman, en "Financial Times").

La economía mundial registrará en 1993 el cuarto año consecutivo de insuficiente crecimiento, y las perspectivas de reactivación para 1994 son inciertas. Esto es lo que se deduce del último **World Economic Outlook** del FMI.

El Fondo espera que la expansión en los países industriales se debilite hasta quedar en el 1'1 por ciento este año, frente a un ya modesto 1'7 por ciento en 1992. Y si bien el mismo Fondo pronostica que la economía de los países industriales se recuperará hasta alcanzar un crecimiento del 2'2 por ciento el año que viene, no por ello deja de advertir que el vigor y el ritmo de la reactivación siguen sin estar claros.

Es sólo debido al fuerte crecimiento del mundo en vías de desarrollo cómo el FMI ha dejado sus previsiones de crecimiento mundial para 1993 en el 2'2 anunciado ya en previsiones anteriores (del mes de Abril). Por otra parte, ha reducido sólo en 0'2 puntos porcentuales -quedando en un 3'2 por ciento- la estimación del crecimiento global del año próximo, lo que significa que sigue esperando un desarrollo importante en Asia, partes del Oriente Medio y muchos países de Iberoamérica.

Pero el Fondo es mucho más pesimista que cinco meses atrás por lo que se refiere a las perspectivas económicas de Japón y de Francia. En Japón, los indicadores recientes señalan que la recuperación se estancó en la pasada primavera. En Europa, por otro lado, es poco probable que la reactivación se produzca antes de finales de 1993 o principios de 1994, y esto en un marco en el que el crecimiento de América del Norte es menor de lo que se había esperado.

El desempleo ha subido hasta alcanzar "niveles intolerables" en los países industriales, dice el FMI. Con una cifra de 32 millones de parados, el número de los que se encuentran sin empleo este año en dichos países equivale al total de la población en edad de trabajar de Suecia y España juntas.

El exceso de capacidad en el conjunto del grupo de los Siete Grandes países excepto Estados Unidos es mayor que durante la recesión de principios de los años 80. Ello se traducirá probablemente en una inflación moderada, pero también en un mayor desempleo -sobre todo en Europa- y en un incremento de las presiones proteccionistas.

En cambio, el FMI ha mejorado en 1 punto porcentual este año y en 0'4 puntos en 1994 sus expectativas de crecimiento del mundo en vías de desarrollo, con lo que alcanzaría un total del 6'1 y del 5'5 por ciento, respectivamente. Se prevé que el crecimiento en Asia sea del 8'7 por ciento este año (unos 2 puntos porcentuales más de lo pronosticado en Mayo) y del 7'1 por ciento en 1994.

El Fondo espera también que las importaciones de los países subdesarrollados aumenten en un 9 por ciento tanto este año como el próximo, después de haberlo hecho en un 10 por ciento en 1991 y 1992.

Entre dichos países en vías de desarrollo, los que cuentan con una economía de mercado en buen estado de funcionamiento y con un ahorro interior elevado crecen más deprisa que los otros.

Según el Fondo, dos son los factores que explican la débil recuperación del mundo industrial. Por una parte, el difícil ajuste después de la inflación de precios de los activos ("asset price inflation") de finales de los 80 en América del Norte, el Reino Unido, Australia y, ahora, Japón. Por otra, en Europa, las consecuencias de la reunificación alemana y el ritmo lento de reducción de los tipos de interés en los países del SME.

Con todo, el FMI cree que existen motivos para un cauteloso optimismo que hacen pensar que la economía mundial se irá fortaleciendo gradualmente. El Fondo espera que los países lleven a cabo políticas destinadas a reducir los déficit públicos, que permitan unas políticas monetarias más flexibles, susceptibles de promover la actividad, especialmente en Europa.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	1991	1992	1993	1994
Producción mundial	0,6	1,7	2,2	3,2
Países Industriales	0,5	1,7	1,1	2,2
Estados Unidos	-0,7	2,6	2,7	2,6
Japón	4,0	1,3	-0,1	2,0
Alemania	1,7	1,9	-1,6	1,2
Francia	0,7	1,4	-1,0'	1,1
Italia	1,3	0,9	0,3	1,7
Reino Unido	-2,2	-0,5	1,8	2,8
Canadá	-1,7	0,7	2,6	3,8
Siete Grandes	0,4	1,8	1,3	2,3
Otros Países Industriales	0,8	0,9	-	1,7
CE	0,8	1,1	-0,2	1,6
Alemania Occidental	4,5	1,6	-2,2	0,8
Países Subdesarrollados	4,5	5,8	6,1	5,5
Africa	1,6	0,4	1,6	2,6
Asia	6,1	7,8	8,7	7,1
Medio Oriente y Europa	2,4	7,8	3,4	4,6
Hemisferio Occidental	3,3	2,5	3,4	3,5
Países en transición	-12,0	-15,4	-10,2	-1,1
Europa Central	12,6	-9,1	-1,8	1,9
Antigua URSS	-11,8	-17,8	-13,7	-2,4

Fuente: FMI

Europa es más que Francia.

El artículo que aparece a continuación fue publicado en "Herald Tribune" de 14 de Septiembre. Su autor es Reginald Dale.

Resulta curioso observar cuán fácilmente la gente sucumbe aún ante la propaganda francesa. Esto es lo que ocurre en la actualidad, en una fase en que la diplomacia de Francia utiliza todos los recursos a su disposición para promover la causa de su agricultura con ocasión de haberse llegado a la fase final de las negociaciones de la Ronda Uruguay.

Durante años Francia ha difundido una visión francocéntrica de Europa, una manera de pensar que se enuncia aproximadamente así: Francia es por definición el más europeo de todos

los países. Los otros son más o menos europeos, dependiendo de lo mucho o de lo poco que se parezcan a Francia o que se sometan a los deseos de ésta. En consecuencia, cuanto más respeten los otros países los intereses de Francia, hablen francés, compren aviones Mirage y adquieran trenes TGV, más europeos serán.

Naturalmente, son muchos los franceses que lo creen realmente así, pero no hay razón alguna para que otros lo crean también.

De acuerdo con aquella lógica, por ejemplo, Francia ha conseguido muchos adeptos para el punto de vista según el cual Gran Bretaña, que de tantas maneras es la antítesis de Francia, apenas puede ser considerada como un país europeo. El caso es, con todo, que si bien a los británicos puede importarles poco que se les considere o no europeos, resulta que a los alemanes sí les importa.

Alemania ha sido siempre el objetivo principal. A lo largo de todo el período de la postguerra, les ha resultado relativamente fácil a los franceses convencer a los alemanes de que la mejor manera de ser aceptados como buenos europeos es yendo de la mano con Francia. Además, los alemanes no dejan de ser en todo momento advertidos de que cualquier debilitamiento del eje franco-alemán (y cualquier desacuerdo con Francia) amenazaría todo el proyecto de integración europea.

En la Alemania reunificada de hoy, tal argumento tiene cada día menos fuerza. Sin embargo, el canciller *Helmut Kohl* se inclinó una vez más ante él a finales del pasado mes, cuando expresó su simpatía por la posición francesa sobre la posible revisión del acuerdo de Blair House entre Estados Unidos y la CE sobre la agricultura, un ingrediente vital de la Ronda Uruguay. Aunque la posición francesa sobre esta materia es contraria ("inimical") a los intereses tanto de Alemania como de la unidad europea, *Kohl* estimó que el talismán de la unidad franco-alemana le obligaba a situarse del lado de Francia.

Sorprendentemente, como si de lo que se tratara fuera de proclamar ante el mundo entero que el viejo truco todavía sirve, *Jacques Delors*, el supuestamente independiente presidente de la Comisión Europea, celebró inmediatamente la posición adoptada por *Kohl*, que "había situado los intereses de Europa" por encima de los de la misma Alemania. *Delors*, naturalmente, es francés, y todavía desea llegar a ser presidente de Francia.

Sin embargo, resulta que, en esta ocasión, la posición francesa no sólo es perjudicial para la unidad europea sino que atenta directamente contra la autoridad de la Comisión misma. Como una de las partes del acuerdo, la Comisión ha rechazado acertadamente los intentos de Francia de reabrir el acuerdo de Blair House.

Lo paradójico en toda esta historia de desinformación y de chantaje moral es que oculta el hecho de que los franceses tienen, sí, algo importante que objetar frente a Blair House. El acuerdo, en la práctica, favorecerá probablemente los intereses de los exportadores de trigo norteamericanos frente a sus rivales franceses, por lo que éstos pueden estar en lo cierto cuando dicen que Blair House va más allá de lo establecido tras la reforma de la Política Agraria Común. También los agricultores de otros países, aunque sus quejas no se oigan, sufrirán por ello.

Pero ésta no es una razón para renegociar el acuerdo, como así lo comprenden los otros once gobiernos de la CE. Independientemente de la Ronda Uruguay, la política agraria europea,

por doloroso que ello resulte, ha de ser renegociada. Es demasiado cara (de cada franco que el agricultor medio francés percibe, 47 céntimos son subvención) y, además, debe ser adaptada para abrir el camino que haga posible que el este de Europa se integre a la economía europea occidental, algo más importante aún que la Ronda Uruguay.

Kohl debería tener el valor de decirles a los franceses, de una vez por todas, que los intereses franceses no son sinónimos de los de Europa. Si una hada pudiera complacer hoy un deseo de Europa, éste debería ser que la Ronda Uruguay llegara a un final feliz lo antes posible.

Para que el eje franco-alemán resulte beneficioso para Europa, Bonn no debe unirse a París frente a los intereses de la mayoría. Por el contrario, Alemania debería utilizar su posición privilegiada para conseguir que París se sitúe del lado del resto de Europa, y no al revés. En la lucha planteada alrededor de la Ronda Uruguay, el interés de Europa exige que París cambie de actitud, no los demás. Y aunque los franceses no se den cuenta de ello, los intereses de los otros son también los intereses de Francia.

El "compromis agrícola" abre un camino de esperanza.

("Le Monde", edit. de 22 de Septiembre).

La decisión adoptada por los Doce en el sentido de reanudar las conversaciones con Estados Unidos con vistas a hacer más aceptable el preacuerdo agrícola de Blair House constituye un paso esperanzador para el gobierno de *Edouard Balladur*. Para que tal paso se traduzca en un éxito necesita conseguir el apaciguamiento de los agricultores franceses y evitar una crisis europea, todo lo cual, tras los avatares del tratado de Maastricht, la "imposición" del SME y el lamentable fracaso del intento comunitario de mediar en la ex-yugoslavia, representaría un golpe fatal para la construcción europea.

Dicho doble objetivo parece estar ahora al alcance de la mano. Los Doce, incluidos los países más alérgicos a la estrategia francesa, han manifestado su comprensión y han dado muestras de madurez. Es verdad que, en el pasado reciente, con ocasión de la firma y después de la ratificación del tratado de Maastricht, los británicos, así como también los daneses, habían tenido la oportunidad de solicitar la solidaridad de sus consocios.

Las peticiones a Washington sobre la introducción de algunas correcciones en el preacuerdo de Blair House no tienen nada de disparatado, por lo que ha de ser posible un compromiso. Lo esencial, para Francia, es poder garantizar a sus agricultores que no habrá, como consecuencia de los acuerdos del GATT, obligaciones suplementarias para el abandono de más tierras de cultivo.

Las organizaciones de agricultores, por su parte, harían bien si limitaran sus pretensiones. Están en lo justo si defienden sus intereses frente a un preacuerdo que creen desequilibrado. Pero sería tal vez la hora ya de hablar con moderación de la "vocación exportadora de Francia y de la Comunidad". Más del 70% de las exportaciones agroalimentarias de Francia están destinadas a los otros países miembros y no se ven afectadas por las limitaciones de Blair House. El

resto, dirigido a terceros países, se exporta con dinero del presupuesto europeo. La Comunidad, con su política de subvenciones, se ha comportado con frecuencia como un depredador ("prédateur"): ¡su participación en el mercado mundial de trigo fue del 11% en 1978, del 15% en 1983 y del 21% en 1991!

Los principales puntos de Blair House,
según "Financial Times"

- * Las exportaciones agrícolas subsidiadas serán reducidas en un 21% en volumen en un plazo de 6 años. El valor se reducirá en un 36%, recortándose las ayudas interiores en un 20%.
 - * Las tierras destinadas a la producción de semillas oleaginosas quedarán limitadas a 5,128 m. de hectáreas.
 - * Las semillas oleaginosas para usos industriales se limitarán a 1 m. de toneladas.
 - * El 10% de las tierras destinadas a semillas oleaginosas quedará fuera de cultivo permanentemente.
 - * Una "cláusula de paz", de una duración de seis años, pretende evitar que EU o la CE emprendan acciones unilaterales contra la otra parte sobre cuestiones comerciales.
 - * Se amplía el acuerdo de la CE sobre limitación de las exportaciones de carne de vacuno subsidiada a los países asiáticos.
-

Más que querer conservar a cualquier precio unas cifras de exportación más espectaculares que satisfactorias, el interés de Francia debería consistir en lograr que la reforma de la Política Agrícola Común fuera un éxito. Tal reforma, como se sabe, se propone controlar mejor la producción. La defensa a ultranza de las exportaciones de cereales o de carne, además, parece tanto más anacrónica en un momento en que los países del Este europeo -Ucrania y Rusia- están llamando a la puerta de la CE y cuando la apertura de nuestros mercados a sus productos agrícolas ha de constituir sin duda la manera más eficaz de ayudarles en la recuperación de sus economías.

Por otra parte, la conclusión feliz de la Ronda Uruguay abrirá mercados a nuestra industria, a nuestras empresas de servicios, y también a nuestra agricultura, la cual siempre se ha beneficiado de la ampliación de su campo de acción. Que todo el mundo se acuerde de la adhesión de España, tan criticada entonces por los que ahora ocupan el poder en Francia: en 1986, nuestro saldo agroalimentario con aquel país era deficitario en 2'3 m.m. de francos. En 1992, el saldo nos fue positivo por el mismo importe.

La preocupación de la CE por la libertad de los movimientos de capital.

(David Marsh, Andrew Hill, Ronald van de Krol y John Ridding, en "Financial Times" de 17 Sept.).

Para los gobiernos y para los bancos centrales de la CE que han de hacer frente a las turbulencias de los mercados cambiarios, la creciente integración de los mercados de capitales tiene consecuencias positivas y negativas.

El aspecto positivo de la desaparición de barreras entre mercados es que los gobiernos han podido acudir a inversores de fuera para financiar unos déficit presupuestarios cada día mayores.

Lo malo de todo ello es que el enorme crecimiento del mercado exterior de bonos ha representado un notable factor de inestabilidad en el pasado año. El potencial de riesgo de las corrientes de capitales en un mercado de cambios con transacciones diarias de un billón de dólares explica, entre otras cosas, las llamadas que se han hecho, a partir de la crisis de Julio-Agosto últimos, a favor del establecimiento de controles para tales corrientes.

El mismo *Jacques Delors*, presidente de la Comisión Europea, sugirió hace sólo unos días la posibilidad de reintroducir algún tipo de control en este campo. Desde que la CE liberalizó los movimientos de capital en 1990, la inversión exterior ha hecho aumentar considerablemente la proporción de títulos representativos de la deuda de diferentes países en poder de extranjeros. Tal proporción ha pasado, hasta ahora, del 20 al 30 por ciento. Ocurre, sin embargo, que tales fondos pueden moverse tanto hacia dentro como hacia fuera. Un importante factor en las convulsiones del SME fueron las huidas de los inversores internacionales de los países de monedas más débiles, deseosos de cubrir sus posiciones en los mercados de bonos de los mismos.

Muchos de estos movimientos de capitales representan inversiones especulativas a plazo relativamente corto, las cuales pueden ser transformadas en diferentes monedas. La introducción de controles al acceso a tales mercados podría tener un efecto contraproducente si los inversores internacionales se inclinaban por eludir las monedas protegidas por barreras que obstaculizan la libre circulación de los capitales.

El escepticismo generalizado con que se reciben tales propuestas fue resumido ayer por un alto cargo del Banco Nacional de Dinamarca. La moneda de este país ha sido víctima de numerosos ataques especulativos en los últimos 12 meses. A pesar de ello, dicha autoridad se expresa así: "Dado que los mercados de capitales se hallan tan integrados, nuestra opinión es que los controles de los movimientos de capital no son ni posibles ni deseables".

Incluso después del obligado ensanchamiento de las bandas de fluctuación del SME, el pasado mes, las preocupaciones por la volatilidad de tales disponibilidades siguen proyectando una sombra sobre las políticas monetarias de la CE. Los temores de que los inversores no residentes se desprendan de grandes masas de bonos han sido una de las razones que han impedido que los países con monedas débiles redujeran rápida y apreciablemente los tipos de interés. Francia, Bélgica y Dinamarca han actuado con gran cautela cuando se ha tratado de distender su política monetaria, a partir de Julio. Todos estos países se han resistido a utilizar la mayor libertad de que han dispuesto para devaluar sus monedas frente al DM.

Otra razón de prudencia es la necesidad de reconstituir las reservas exteriores utilizadas en Julio para defender las paridades del SME.

Francia, que gastó unos 300 m.m. de francos (59 m.m. de dólares) en la defensa de su moneda, tiene todavía unas reservas netas negativas, según cifras publicadas ayer por el Banco de Francia. Estas cifras muestran que el déficit neto, que alcanzó un máximo de 176 m.m. de francos el 5 de Agosto, era de 90 m.m. de francos el 9 de Septiembre. La competencia entre los países de la CE para atraer ahorro internacional a sus mercados de bonos ha beneficiado hasta ahora, sobre todo, a Alemania.

Según cifras del Bundesbank, no residentes invirtieron una cifra récord neta de 257 m.m. de DM en bonos alemanes durante los 12 meses anteriores a finales de Junio, de los cuales 171 m.m. se destinaron a bonos del sector público.

El deseo del Bundesbank de conservar el atractivo internacional del DM ha sido una razón de primer orden en su negativa de acelerar la reducción de los tipos de interés a corto plazo. Esta estrategia parece haber dado buenos resultados.

La entrada masiva de recursos exteriores, que ha financiado una gran parte del déficit del sector público, ha contribuido a que los rendimientos del mercado de bonos alemán hayan bajado hasta alcanzar casi los mínimos de la post-guerra.

A finales de 1992, el 26 por ciento de la deuda viva del sector público alemán, de 1'350 billones de DM, estaba en manos de extranjeros, frente al 21 por ciento de los 1'05 billones de la deuda total de finales de 1990.

También en Francia ha aumentado considerablemente la proporción de deuda en manos de extranjeros. Según estimaciones de París, la parte de bonos del Estado a más de 7 años en poder de no residentes se elevaba a 305 m.m. de francos (27 por ciento del total de la deuda pendiente) en Abril de este año, frente a 137 m.m. (17%) a últimos de 1990.

La parte de la deuda francesa a corto plazo, con vencimientos a cinco años o menos, en poder de extranjeros, también se elevó substancialmente hasta alcanzar los 213 m.m. de francos (43 por ciento del total), frente a 118 m.m. (29%) al término de 1990.

En el mercado de bonos de Bélgica, perjudicado por los ataques especulativos contra el franco belga, los inversores extranjeros están ahora interesados principalmente en la venta de títulos a corto y medio plazo, según informan los agentes de Bruselas. Algunos de ellos, con todo, están reinvertiendo en bonos a largo plazo. Sea como fuere, se cree que la participación extranjera en el financiamiento de la deuda puede que no supere ahora el 10 por ciento.

En cualquier caso, los ejemplos de participación de extranjeros en los mercados de bonos de países comunitarios se repiten una y otra vez. En Dinamarca suponía el 14 por ciento a finales del año pasado, frente al 8 por ciento en Diciembre de 1990. En algunas emisiones recientes de bonos del Estado en Holanda, los extranjeros se han quedado con el 90 por ciento de lo vendido, en especial por lo que se refiere a títulos a 30 años. Para el total del mercado de la deuda holandés, la participación extranjera era del 24 por ciento al término de 1992, frente al 16% en 1987 y al 23% en 1990.

En el Reino Unido -país que ha atraído unas importantes masas de capital desde el inicio de la recuperación, a principios de este año- los operadores estiman que los inversores extranjeros se han quedado con el 20-40 por ciento de las emisiones de papel del Estado en los meses más recientes. La parte de la deuda total británica en manos de no residentes es ahora del 17 por ciento.

Las autoridades monetarias británicas, al igual que sus consocios comunitarios, saben que las entradas de capital extranjero pueden parecer un símbolo de fuerza, pero no ignoran que tales entradas pueden constituir asimismo una fuente de vulnerabilidad.

Lo bueno y lo malo del comercio dirigido.

El artículo que sigue, de C. Fred Bergsten (director del Institute for International Economics), apareció publicado en "Financial Times".

Existe una gran preocupación ante la posibilidad de que el comercio dirigido ("managed trade") pueda dominar la política comercial de Estados Unidos y, tal vez, la de todo el mundo. Algunos comentaristas -entre los que figura *Michael Prowse*, que se refirió al tema en un artículo publicado en "Financial Times" el 25 de Junio- han atacado mi nuevo libro, "Reconcilable Differences? United States-Japan Economic Conflict" (escrito en colaboración con *Marcus Noland*, economista de relieve del Consejo de Asesores Económicos del presidente Clinton) en la medida en que defiende tal tipo de comercio. Algunos han atacado también, y por el mismo motivo, el libro de *Laura Tyson* titulado "Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries", publicado por el Institute for International Economics en Noviembre del año pasado.

Ni *Noland* ni yo, ni, por supuesto, *Laura Tyson*, presidenta del citado Consejo, creemos que sean medidas de política comercial las que puedan resolver "el problema japonés". El superávit por cuenta corriente de Japón, enorme y creciente, debe ser corregido principalmente a través de un yen fuerte y de un nuevo crecimiento vigoroso de la demanda interna del país.

Estados Unidos, por su parte, debe contribuir también a ello corrigiendo su déficit presupuestario y adoptando medidas internas destinadas a reforzar su competitividad, como así lo está empezando a hacer la administración Clinton.

Nuestros trabajos rechazan explícitamente el proteccionismo. Seguimos fieles a un sistema de comercio libre y multilateral y también creemos que son esenciales los esfuerzos agresivos que se hagan para abrir el mercado japonés. Sin embargo, existe una gran confusión tanto sobre el significado del término "comercio dirigido" como de la historia reciente de éste.

Existen dos tipos diferentes de comercio dirigido. La versión tradicional, que se ha manifestado a través de acuerdos de limitación voluntaria de las exportaciones (LVE), restringe el comercio y cierra mercados. Eleva los precios, reduce la competencia y refuerza el poder de los cárteles. Se trata de la más insidiosa forma de proteccionismo, creando alianzas funestas entre industrias protegidas -a las cuales se asegura una cuota de mercado- y exportadores, que

obtienen por este procedimiento franquicia para elevar los precios y obtener espléndidos beneficios.

La administración Reagan se especializó en este tipo de comercio dirigido. Negoció LVEs con Japón para automóviles, acero y máquinas herramientas. El entonces Secretario del Tesoro, *James Baker*, aseguraba con orgullo que *Ronald Reagan* había "proporcionado más protección a la industria norteamericana frente a las importaciones que ninguno de sus predecesores de los últimos 50 años".

La administración Clinton no ha adoptado el mismo tipo de arreglos. *Noland* y yo los rechazamos rotundamente, y lo mismo hace *Laura Tyson*.

El segundo tipo de comercio dirigido, a veces instrumentado mediante acuerdos de expansión voluntaria de las importaciones (EVI), se propone incrementar la participación de las importaciones en los mercados exteriores protegidos. Su objetivo es el incremento del comercio y la apertura de mercados para nuevos competidores. Llevado a cabo adecuadamente, este tipo de comercio reduce los precios y fortalece la competencia.

La administración Bush utilizó este tipo de comercio dirigido en varias ocasiones. Amplió el EVI de Reagan para semiconductores y negoció nuevos EVIs para automóviles y para partes y piezas para éstos. La administración Clinton no ha negociado EVI alguno, pero ha dejado abierta la posibilidad de establecerlos con Japón.

Noland y yo propugnamos la posible utilización de tales acuerdos para la expansión de las exportaciones en algunos casos específicos y en determinadas circunstancias, y lo mismo hace *Laura Tyson*.

Los EVIs pueden ser necesarios en mercados que dificultan el acceso de los extranjeros mediante una red de prácticas obstruccionistas que no pueden ser superadas por los instrumentos habituales de la política comercial.

Noland y yo analizamos 12 sectores de la economía japonesa, desde la agricultura a la alta tecnología y a los servicios financieros. Lo que encontramos fue una situación generalizada de prácticas empresarias exclusionistas acompañadas de la intervención gubernamental. Algunas de estas intervenciones, en especial las que obstaculizaban directamente las importaciones, han desaparecido últimamente, pero han dejado un legado profundo caracterizado por la resistencia a la competencia exterior.

La mejor respuesta a la opacidad de tales mercados es la identificación y la abolición de la política obstruccionista gubernamental, como puede ser la que restringe el acceso a los concursos públicos. Esto puede hacerse a través de trámites multinacionales en el marco del GATT. La política antitrust puede ser el antídoto frente a las prácticas restrictivas empresariales.

Desgraciadamente, a veces es imposible combatir las actuaciones gubernamentales restrictivas a través del GATT, incluso en los casos en que las limitaciones japonesas pueden ser claramente identificadas. En estos supuestos, los EVIs pueden ser la única manera de introducir nuevos concurrentes en los sectores japoneses más cerrados.

El EVI de Reagan-Bush para semiconductores ilustra bien la adecuada utilización del comercio dirigido para promover las exportaciones. El acceso al mercado se hallaba claramente limitado.

La parte de las importaciones en el consumo japonés de estos productos nunca había superado el 10/12 por ciento, a pesar de la posición competitiva de empresas no japonesas en otros mercados y de grandes cambios en todas las variables económicas más importantes. En parte por lo menos como resultado del citado EVI, las ventas a Japón procedentes de Europa, Corea, otros países asiáticos y EU han aumentado hasta alcanzar alrededor del 20 por ciento del mercado.

Y lo que es más importante, los consumidores últimos japoneses fueron tras suministradores extranjeros por primera vez y empezaron a diseñar sus "chips" en el proceso de producción. La competencia y la situación de la economía mundial han mejorado como consecuencia de ello.

¿Por qué algunos partidarios de la libertad de mercado se oponen a un instrumento que fomenta el comercio?

Hay gentes que confunden los objetivos de la política comercial con los instrumentos de esta política. Tanto los LVEs como los EVIs requieren la intervención gubernamental en los mercados. De ahí que, instintivamente, se denuncien los EVIs, aunque lo que éstos se propongan -como ha dicho *Lawrence Summers*, Subsecretario del Tesoro norteamericano- sea facilitar los intercambios, no obstaculizarlos.

Existen, en cualquier caso, problemas prácticos significativos con los EVIs. Cualquier objetivo numérico ha de resultar arbitrario. Es mucho mejor utilizar una variedad de indicadores cualitativos y cuantitativos que una simple cuota de participación en el mercado.

Ningún gobierno puede controlar los resultados. Variaciones del mercado, de las tasas de crecimiento o de los tipos de cambio pueden frustrar incluso el más estricto cumplimiento.

Sea como fuere, los EVIs deben ser utilizados sólo para períodos cortos o temporales. Se refieren únicamente a productos industriales intermedios, no a artículos de consumo utilizados por millones de individuos. Deben estar abiertos a productos de todas las procedencias, contrariamente a lo que ocurre con el EVI de *Bush* sobre automóviles y partes, que está limitado a las empresas norteamericanas, por lo que constituye una manifiesta invitación a desviar ventas de otros países suministradores, invitación que *Clinton* ha rechazado enérgicamente.

Los problemas que plantea la aplicación de los EVIs son así formidables. Por esto deben ser utilizados muy espaciadamente, y con el máximo cuidado por los gobiernos de Estados Unidos y Japón, en el curso de las negociaciones sectoriales en curso.

Con todo, debería quedar claro que hay una enorme diferencia en principio, entre los dos tipos de comercio dirigido. Es analíticamente incorrecto pensar que uno y otro, son instrumentos proteccionistas, razón por la cual, deben ser rechazados. Pero los LVEs, constituyen instrumentos que fomentan el comercio, lo que hace que puedan ser útiles en determinadas circunstancias. Su empleo acertado, puede resultar provechoso para los consumidores japoneses, para los productores extranjeros y, en definitiva, para el mantenimiento de un sistema de comercio abierto.

El futuro nos sorprende siempre de nuevo.

El artículo que se transcribe a continuación, del historiador Arthur Schlesinger Jr., apareció publicado en "The Wall Street Journal" de 20 de Septiembre.

Los sorprendentes acontecimientos de la semana pasada, que se añaden a los sorprendentes eventos de la última década, plantean interesantes interrogantes sobre la capacidad de los mortales ordinarios -e incluso de los convencidos mortales superiores, como los periodistas y los profesores- para adivinar el futuro.

Imagínense a alguien que, sólo una década atrás, hubiera anunciado que en el término de 10 años, el mundo presenciaría la desaparición de la Unión Soviética, la descomunización del Este europeo, la reunificación de Alemania, la sangrienta desintegración de Yugoslavia, la introducción de la economía de mercado en China y, ahora, el apretón de manos entre el primer ministro de Israel y el presidente de la Organización para la Liberación de Palestina. Tales revelaciones hubieran sido ridiculizadas por todo el mundo, desde el director de este periódico hasta el autor de este artículo. Y, sin embargo, todo eso ha ocurrido sin que casi ninguno de los múltiples sabios que pululan alrededor de las páginas de opinión de los periódicos y de las cadenas de televisión pronosticara nada de lo sucedido, lo cual, ¡ay!, no les disuade de continuar haciendo predicciones.

He escrito ya sobre la inescrutabilidad de la historia, aunque con tan poco provecho que puede resultar útil intentarlo otra vez. ¿Cuales son las lecciones que pueden obtenerse de todo aquello? Querría creer que los periodistas, en adelante, dejarán de hacer predicciones por su cuenta y cesarán también de pedirles a otros que las hagan. Hace algún tiempo decidí eludir los relatos que implicaban principalmente especulaciones sobre el futuro. Con este motivo descubrí con satisfacción que al pasar por alto las narraciones que suponían un intento de adivinar el futuro reducía a la mitad el tiempo dedicado a la lectura de la prensa.

Naturalmente, como defensor de los ciclos en la evolución de la política norteamericana debo estar de acuerdo en que algo puede predecirse. Ahora bien, se ha de distinguir entre aquellos fenómenos que son predecibles y aquéllos que no lo son. Los historiadores sacan conclusiones del pasado que les ayudan a entrever cosas que han de venir. *Crane Briton*, en su obra "The Anatomy of Revolution", identificó acertadamente los ciclos de vida de las revoluciones ("life-cycle of revolutions"), desde las lunas de miel hasta Thermidor. Si Brinton hubiera sido leído por más gente, el mundo se habría ahorrado muchas interpretaciones erróneas de las revoluciones de nuestro tiempo. Primero, sobre su bondad ("benevolence"), y más tarde -después de desaparecidos los sentimientos benévolos- sobre la permanencia de sus contenidos fanáticos.

Encontramos generalizaciones predecibles comparables en otros campos. Por ejemplo, las fases del desarrollo económico. O el impacto de la industrialización o de la urbanización. O aún, los efectos del crecimiento de la población. O las consecuencias de las innovaciones tecnológicas y de las iniciativas empresariales. O, en mi opinión, los ciclos de la política norteamericana.

Tales grandes corrientes de la historia son predecibles, a grandes rasgos, porque expresan profundas y duraderas pulsaciones de cambio. El corto plazo es distinto. Las perspectivas

situadas inmediatamente delante de nosotros contienen demasiadas variables. Están demasiado a merced de accidentes, de circunstancias fortuitas, de influencias personales, de la sabiduría o de la estupidez, de la suerte; dependen demasiado de quien vive y de quien muere para permitir predicciones exactas y concretas. Esta es la razón de que nos veamos continuamente sorprendidos por el futuro. "La aptitud para ver que algunas cosas no pueden ser previstas es algo muy necesario, decía *Rousseau*.

Pronto llegará el momento en que no pocas páginas de los periódicos serán inútilmente dedicadas a especular sobre los candidatos a la presidencia en 1996. Yo voté por primera vez en las elecciones de 1940 y he pensado muchas veces que cualquiera que en 1939 hubiera aventurado los nombres de los cuatro futuros presidentes difícilmente habría aludido, como primero de ellos, a un hombre que pretendía algo sin precedentes como era ser elegido por tercera vez; como segundo, a un oscuro senador de Missouri; como tercero, a un entonces desconocido teniente coronel del ejército; y en cuarto lugar, a un muchacho que en aquellos momentos todavía estaba en la universidad. Así es como fueron las cosas. *Lord Xeynes* acertó cuando dijo que "Nunca ocurre lo inevitable. Lo que ocurre es lo inesperado" ("The inevitable never happens. It is the unexpected always").

Solo unos años atrás, algunos norteamericanos estaban tan categóricamente seguros del futuro desastre si no destrozábamos de inmediato a los rojos que llegaron a pedir una guerra nuclear preventiva. Esta gente intentó persuadir al gobierno de Estados Unidos para que se arrojara la bomba sobre Moscú en los años 50 y sobre Pekín en los 60. Gracias a Dios, esto no ocurrió; y nadie, hoy, incluidos los preventivos guerreros, lamenta que Norteamérica no lo hiciera.

El argumento utilizado para justificar tal guerra -según escribió *Andrei Sakharov* en sus memorias- es "erróneo por principio. Sabemos demasiado poco de las leyes de la historia. El futuro es impredecible. No somos dioses". No hay duda de que el Todopoderoso conoce el futuro, pero ha renunciado a confiarlo a los débiles y frágiles mortales. Y los mortales asumen grandes riesgos cuando usurpan el papel de los dioses. *Reinhold Nieburhr* solía advertir sobre "la profundidad del abismo en el que los individuos y las comunidades pueden caer... cuando intentan representar el papel de Dios en la historia".

Supongo que el anhelo humano por conocer el futuro es insaciable. Esto explica que los adivinos y los astrólogos, así como los lectores de cartas Tarot y de la palma de la mano proliferen tanto. Sin embargo, qué suerte tenemos de que el futuro frustre continuamente a aquellos que pretenden desvelarlo. Porque, si el futuro pudiera ser predicho, ¿qué interés tendría la vida? La predicción acertada, además, implica un universo determinista y convertiría la libertad humana en una ilusión. Es la misma indeterminación de las cosas la que nos lleva a creer que, dentro de ciertos límites, podemos labrar nuestro propio futuro. Por consiguiente, sigamos bendiciendo a la historia por poner en entredicho todas nuestras certitudes. Como dijo una vez el general de Gaulle, "no se debe insultar al futuro".

La inescrutabilidad de la historia sigue constituyendo el elemento que salva la libertad y la responsabilidad humanas. El error en las predicciones nos permite actuar como si nuestras decisiones tuvieran sentido. Porque nadie puede probar que no lo tienen, y no disponemos de otra manera de reivindicar la dignidad humana y de diseñar una existencia digna.

"La providencia no creó una humanidad plenamente independiente o enteramente libre", escribió *Tocqueville*. "Es verdad que alrededor de cada hombre se halla trazado un círculo

indestructible del que no puede salir. Ahora bien, en el amplio espacio de este círculo el hombre es poderoso y libre. Y lo que es cierto con el hombre lo es también para las comunidades".

La ampliación de las bandas de fluctuación del SME en la prensa de habla alemana.

Reproducimos primeramente la presentación de la medida por los medios en lengua alemana y a continuación los pareceres de algunos de ellos al respecto.

Referencia de las medidas adoptadas.

Los ministros de finanzas y los presidentes de los bancos centrales, han decidido, en la noche del 1 al 2 de Agosto, ampliar los márgenes de fluctuación, permitidos en el SME desde el 2'25% - y el 6% - al 15%. Con ello desaparece, en una primera fase, la obligación que tenían los bancos centrales de apoyar las monedas más débiles. En los países ligados hasta ahora a la fijación de tipos de interés por parte del Bundesbank, se abre un margen para las reducciones de dichos tipos. Sólo el marco y el florín holandés, deben seguir acoplados de la misma forma que hasta ahora.

En las deliberaciones, que han durado dos días, había en primera línea dos opciones básicas para la reforma del SME: en primer lugar, la ampliación de los límites de fluctuación de las monedas del SME, y en segundo término, la suspensión, temporalmente limitada, de la obligación de intervención. Aunque esta ampliación, particularmente la renuncia a devaluaciones oficiales, no afecta a la esencia del SME, con el alcance de la flexibilización que se proporciona al Mecanismo de Cambios, y con ello a la parrilla de paridades, se intenta, al menos en parte, aprovechar las ventajas de la flotación. En especial, como se acaba de decir, la mayor libertad de movimientos del sistema de monedas múltiple ofrece mayores posibilidades para las reducciones de tipos de interés.

En una toma de posición de la Comisión sobre los acuerdos no se oculta una cierta preocupación, porque el margen de la banda crea el riesgo de devaluaciones competitivas. Con ello, quedarían amenazadas las conquistas del Mercado Interior, porque -como ya sucedió después de la retirada de la libra y la lira- se harán oír las voces de los diferentes sectores, que piden protección frente a las importaciones. Además, el reto de alcanzar los criterios de estabilidad del Tratado, sería mayor.

Junto a las dos opciones básicas para superar la crisis monetaria, los Doce han discutido diferentes soluciones intermedias. Así el Presidente de la Comisión *Delors*, había propuesto que se separaran por algún tiempo del Mecanismo de Cambios, sólo el marco y el florín holandés, lo que ha sido rechazado por varias delegaciones. En cambio, para alemanes y holandeses, esta idea parecía tener un cierto atractivo. En particular, el Bundesbank se hubiera librado así de una carga cada vez más costosa, por las notables compras de intervención, y cada vez más desagradable, por las constantes objeciones de París.

La sesión del Comité Monetario y de los Ministros de Finanzas de la CE, es convocada a iniciativa de Bonn el mismo fin de semana, y el Ministro de Finanzas alemán, declara que después de la batalla en favor de las bandas estrechas, se había llegado a la conclusión por parte de los países miembros, de que el lunes el comercio de divisas debería reanudarse en condiciones completamente distintas.

Técnicamente, existían muchas posibilidades para desactivar las tensiones del corsé monetario de la CE, cada vez más apretado, si bien el margen de maniobra, estaba limitado por el factor político. Así, una señal del Banco Federal, flexibilizando los tipos de interés, hubiera sido suficiente para amortiguar la presión en pos de una revaluación del marco. Pero para el Presidente de la entidad, esto no ha procedido. También hubiera sido un signo adecuado para el mercado, la suspensión del Mecanismo de Cambios, tal y como había propuesto un país, pero esta solución de "economía de mercado", no encajaba en el panorama político.

Tampoco ha sido objeto de consideración, la revaluación o devaluación de monedas, a causa de la oposición francesa. Había que buscar un camino intermedio, que ha sido la distensión de la parrilla de paridades que, de forma gráfica, supone un margen siete veces superior que antes. Para el tipo de cambio bilateral entre franco y marco, esto significa un potencial campo de maniobra del 30%.

Mención especial merece la posición particular del florín holandés respecto al marco. Nada cambia en la relación entre ambas monedas, es decir, en el reducido ancho de banda del 2,25%. No ha sido pues, la alianza franco-alemana, sino la germano-holandesa, la que ha subsistido sin daño alguno. Sea como fuere, se perfila ya hoy una nueva zona del marco, que junto al florín, incluye también al chelín austriaco y al franco suizo. Esta zona podría resultar pronto una unión monetaria más estrecha que el SME revisado.

Repercusiones en algunos países.

Vista desde Alemania, la decisión promovida por Bonn en Bruselas, supone una "liberación". Como ha declarado el Presidente del Banco Federal Alemán, *Helmut Schlesinger*, la autoridad monetaria, queda relevada, no "de iure" pero sí "de facto", y de momento, de la obligación de intervención. No es previsible que los márgenes de fluctuación ampliados, queden agotados y, por tanto, que las monedas blandas de la CE desciendan hasta los respectivos puntos de intervención. Por el contrario, según el Banco, las oscilaciones de los cambios, podrían mantenerse en el futuro, incluso dentro de límites más reducidos, contribuyendo así a una mayor estabilidad.

El Ministro de Finanzas, *Waigel*, se niega a aceptar la interpretación de que el SME haya sido ya superado. El objetivo sigue siendo la vuelta a anchos de banda menores, lo que se podría producir también de forma diferenciada sobre una base bilateral. Los países que se considerasen capaces de ello, se podrían incorporar de nuevo al bloque DM-florín, que se ha mantenido estable. Lo importante, según el Ministro, es que ahora con las nuevas bandas de fluctuación, se ha cortado la especulación.

Por otra parte, el Presidente del Bundesbank, ha criticado las excesivas esperanzas puestas en la entidad, en lo que toca a reducciones de tipos de interés, y que al no hacerse realidad, han agudizado finalmente la reciente crisis. Ha llamado la atención sobre aspectos negativos de la

evolución económica, tales como la tasa de inflación y el crecimiento de la masa monetaria, que no permiten una modificación súbita de la política monetaria.

En cuanto a Francia, parece que sus representantes han vuelto más bien descontentos de Bruselas. Los nuevos anchos de banda permiten ciertamente garantizar, de momento, la permanencia formal del SME, pero a cambio de que hayan quedado sin atender los deseos franceses. Habiendo renunciado el Bundesbank a la reducción del tipo de descuento -con lo que el franco quedaba sometido a la presión de los especuladores y toda la estructura de paridades del SME empezaba a tambalearse- el Gobierno francés había propugnado más bien una salida temporal del DM del SME.

Aunque no han faltado declaraciones en el sentido de que tanto Francia como Alemania, harían todo lo posible por salvar la paridad franco-DM, *Balladur*, ha valorado con un cierto tono de reproche la decisión alemana en torno a los tipos de interés como un paso político acorde con el espíritu de los demás países miembros. Sin embargo, el París oficial ha asegurado que el franco, a pesar de una pérdida inicial en su cotización, podría mantener su valor en los próximos días, como una de las monedas más sólidas del mundo.

Aunque lo peor -el derrumbamiento del SME- ha pasado, de momento, según parece, en París se es consciente de que el aumento del margen de fluctuación, equivale de hecho a una flotación. Por eso, para Francia, esta solución representa una situación transitoria únicamente, que ha de permitir considerar otros pasos para la defensa del SME y de la paridad entre el franco y el DM.

Centrándonos en Gran Bretaña, en la búsqueda de cabezas de turco responsables de la crisis del SME, han aparecido en el punto de mira la City londinense, junto a los inversores institucionales y los bancos de los Estados Unidos. Ha procedido de Francia el reproche de que un "complot anglo-americano" de especuladores en divisas, ha pretendido expulsar al franco del SME y derribar así todo el mecanismo.

En general, en Londres, los comentarios de la banca acerca del futuro del SME han venido siendo desde hace tiempo mucho más negativos que en Francia o Alemania, pero los banqueros de la City han rechazado la existencia de un tal complot. La actitud del Ministro británico de Finanzas, en lo que toca al SME, puede haber contribuido al clima tenso existente entre París y Londres.

En medios de los bancos de la City se ha elogiado el que el Bundesbank haya terminado siendo el fin de semana el auténtico vencedor. Ha rechazado cualquier concesión que le pudiera alejar de su política de estabilidad interna. En cambio, la prensa se ha seguido lamentando de la posición de *Schlesinger*, que con su errónea política monetaria, se ha convertido en el causante de las crisis en el mercado de capitales, y de algunas anteriores.

El Canciller del Tesoro Clarke está preocupado actualmente porque la ventaja en competitividad conseguida por Gran Bretaña con la devaluación de la libra, pueda resultar afectada por la pérdida de valor de las demás monedas europeas. Llegado el caso, habría que retocar a la baja los tipos de interés. A pesar de los mayores anchos de banda, la libra seguirá fuera del SME.

Por último, una referencia a los dos países de la Península Ibérica. Las monedas de ambos han sufrido nuevas aunque moderadas pérdidas. En el caso de la peseta, ha habido una

recuperación atribuida a las intervenciones del Banco de España. El escudo ha reaccionado sin movimientos bruscos. En la bolsa madrileña, ha habido reacción positiva y opiniones encontradas en cuanto a la inmediatez de las deseadas reducciones de los tipos de interés.

En la reciente crisis del SME, ni la peseta, ni el escudo, han estado en la línea de tiro. De todas formas, también se han encontrado bajo presión, ya que la situación real de la economía, particularmente en España, dejaba bastante que desear. Después de tres devaluaciones en España y dos en Portugal, los responsables de Madrid y de Lisboa, consideraban que los tipos de cambio eran realistas. Antes de las reuniones habían dejado traslucir que se opondrían a cualquier nueva devaluación. El Ministerio de Economía y Hacienda español, ha declarado, que aunque la extensión de las amplitudes de banda no responde a sus deseos, dificulta la especulación. Su colega portugués, se ha manifestado en el mismo sentido y ha añadido que una política de estabilidad eficaz y la creación de puestos de trabajo, exigen limitaciones en los presupuestos del Estado y moderación en las peticiones salariales. Lo que es igualmente válido para España, donde el Gobierno se ha visto confrontado con un ulterior deterioro de las cifras, tanto del presupuesto como del desempleo que, de acuerdo con datos de todas formas discutibles, ha llegado a una tasa de más del 22%.

Opinión del "Frankfurter Allgemeine Zeitung".

En el acontecer del mercado se calcula con magnitudes tangibles expresadas en cifras. En la política las categorías son más inciertas: lo que se maneja es la influencia y el prestigio, el honor y la vanidad. No hay duda de que el Gobierno Francés considera como una humillación la ampliación del margen de fluctuación en el Mecanismo de Cambios del SME, que ha conducido de momento a una caída del franco francés. Hace poco, se barajaba a media voz en París, la posibilidad de que dada la situación de la economía alemana y de las finanzas de Bonn, pudiera el franco francés asumir el papel de moneda básica en el SME. Ahora, pese a los enormes esfuerzos realizados en el campo económico, se ha perdido la batalla por la paridad fija con respecto al marco, batalla que se había elevado a la categoría de cuestión de honor.

El Gobierno Balladur, igual que el de su antecesor Bérégovoy, ha comprometido su prestigio en el "franco fuerte", por lo que con tanto más sentimiento se considera una derrota lo sucedido en Bruselas el fin de semana. En compensación, se señalará con un dedo más largo a Alemania en las próximas semanas: a Frankfurt y al Bundesbank, a Bonn y a la política financiera, en proceso continuado de acumulación de deudas. En el campo de los neogaullistas destacarán aquellos políticos que desean volver al antiguo sendero francés de más proteccionismo, más relanzamiento de la economía por el Estado, más inflación para reducir el desempleo -una cuenta de la lechera que ya conocen los alemanes desde los tiempos de Schmidt-.

Forma parte de las reglas de juego no escritas de las relaciones franco-alemanas el que ahora París exija de Bonn nuevas pruebas de lealtad y de solidaridad europea. El asunto que realmente se impone en estos momentos son las negociaciones en el GATT. Quizá podría ahora evitarse la controversia al quedar sumida la política por unas semanas en el paréntesis del verano.

.....

Las nuevas amplitudes de banda constituyen la adecuada y simple respuesta a una turbulencia que fácilmente hubiera podido convertirse en crisis de la Comunidad Europea. Los

ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales han tomado una decisión económicamente razonable y políticamente inteligente.

Ahora el Mecanismo de Cambios es lo suficientemente elástico para absorber los variados objetivos de la política económica y monetaria de los países miembros. Se mantiene con sus paridades medias para las monedas participantes. En el camino hacia la integración monetaria, la Comunidad se concederá, por así decirlo, una tregua en la adaptación impuesta por monedas estrechamente ligadas entre sí. Por motivos respetables, se renuncia a la rescisión del contrato monetario que -con justificación real o no- se considera paso importante en el camino hacia la Unión Política de Europa.

Con la interrupción de hecho del Mecanismo de Cambios la integración monetaria de Europa pasa a una situación de suspensión, lo que no es nada inquietante. La nueva mecánica del sistema -en gran medida, tipos de cambio flotantes en torno a valores medios fijados contractualmente -corresponde al proceso de búsqueda del modelo correcto de integración política con perspectivas de estabilidad permanente: en los objetivos se está más seguro que en los medios, ya que la voluntad de ligarse recíprocamente es mayor que la medida de la unificación de las instituciones y que la disposición a una transferencia definitiva de soberanía. Con las monedas pasa lo mismo: la Comunidad se desplaza hacia la Unión Monetaria, pero en el actual acuerdo de cambios adopta una actitud tan flexible como exijan las condiciones de partida distintas, las prioridades sociales de los objetivos y los proyectos de política económica.

Sería erróneo considerar la ampliación de los límites de fluctuación como un retroceso en los esfuerzos en pro de una Europa unida y en vías de integración económica y política. Con tipos de cambio flexibles no se ve afectada ni la Comunidad ni el prestigio de sus miembros que -en particular Francia- se esfuerzan con especial ímpetu por crear con estabilidad económica un buen fundamento para el edificio político que todavía ha de construirse. Precisamente bajo esta perspectiva ha sido una decisión inteligente hacer el sistema de tipos de cambio por medio de la gran amplitud de banda, tan flexible como si no hubiera paridades que defender, renunciando sin embargo a una rescisión formal del tratado monetario multilateral.

No se ha acordado -y también esto es inteligente- fecha alguna para la vuelta a los anchos de banda más reducidos. Sin embargo, la parrilla de las paridades monetarias -que inalterable se sigue cerniendo como un papel de calco sobre el Mercado Interior- es una exhortación a las políticas nacionales para no perder de vista el camino hacia la convergencia de los datos económicos y de las estrategias de la política económica. Facilita también la vuelta de los socios que, de todos modos, habían tenido dificultades en soportar las exigencias del reducido margen de fluctuación.

Con ello el acuerdo de Bruselas es también una respuesta anticipada a la cuestión de la Europa monetaria de diferentes velocidades. El modelo de la integración, aunque sólo se aplique al campo de la economía, requiere flexibilidad en el camino hacia el objetivo perseguido. La intuición que clama por una unión rápida y definitiva conduce al desconcierto. Ello también es visible en el campo monetario. La realización del Mercado Interior no puede marcar el final de todas las modificaciones de los tipos de cambio. Por el contrario, la coexistencia de un Mercado ya único y de una política todavía no unitaria sólo es soportable cuando los tipos de cambio pueden actuar como articulaciones móviles dentro de la mecánica del proceso de integración. El acuerdo de anchos de banda más amplios ha establecido las premisas para ello. La Comunidad puede ahora, sin excesivas tensiones internas, acometer los próximos pasos de la integración. En este sentido, también se ha adoptado en Bruselas una decisión importante.

Opinión del "Süddeutsche Zeitung".

El SME atraviesa una crisis. La recientemente adoptada ampliación de bandas de fluctuación, lo único que hace es encubrirla superficialmente. El margen del 30% supone que las cotizaciones de las monedas pueden oscilar en la práctica libremente sin necesidad de intervención de los bancos centrales. Por supuesto que existen motivos objetivamente identificables de esta crisis. Uno de ellos es la política todavía restrictiva a que obliga al Bundesbank la relativamente fuerte pérdida de valor del dinero. También hay fenómenos inexplicables, como por ejemplo la prolongada especulación contra el franco francés cuando París tiene una tasa de inflación de hecho módica.

Queda claro que los mercados de divisas, en los que se mueven diariamente miles de millones en distintas monedas, hace tiempo han desplazado en su operatividad a los bancos centrales. A su capacidad de intervención casi siempre le toca las de perder ante estos enormes volúmenes de capital.

Nadie puede predecir si y cuando se volverá la especulación contra el marco alemán. Nuestra moneda se encarece por la revaluación frente a casi todas las monedas europeas. Mala noticia para los exportadores alemanes. Por otro lado, por medio de las monedas extranjeras devaluadas debería importarse estabilidad de precios. Los turistas alemanes también deberían apreciar que sus viajes fuera del país son más baratos. Sin embargo, no debe sobrevalorarse el alcance de este efecto estabilizador, ya que los factores de encarecimiento han tenido un origen fundamentalmente interno en los últimos meses.

La economía alemana ha venido funcionando relativamente sin problemas con el SME mientras le iban bien las cosas. Ahora, en su penoso camino para salir de la recesión las turbulencias son factores adicionales de inseguridad, especialmente para la exportación. Con ello es mayor el imperativo de controlar más estrictamente los costes.

.....

Aunque el SME se ha salvado formalmente, ya no es un acuerdo de monedas con tipos de cambio casi fijos. Aunque la mejor solución hubiera sido dejar totalmente libres -al menos temporalmente- los cambios, se ha adoptado la segunda opción mejor. Para el marco -y en esto insistía Francia- tampoco hubiera sido trágico que Alemania se hubiera salido por algún tiempo.

Así que la estructura monetaria, tan primorosamente forjada en 1979 en Bremen, todavía no se ha derrumbado. Pero lo cierto es que se tambalea. Los cambios oscilan ahora con un ancho de banda de prácticamente el 30% en total. El principio de los tipos de cambio fijos no es más que una coartada, aunque subsiste la obligación de intervención. En definitiva, un fracaso.

Pero esto tenía que suceder después de resistirse muchos años los miembros del SME a ajustar sus tipos de cambio a las circunstancias del mercado, haciendo de ello una cuestión de prestigio político. El SME solo podía funcionar a largo plazo con la condición de una adaptación constante. Porque es pura imaginación pensar que se puede mantener estable el cambio exterior de una moneda y al mismo tiempo manipular en el interior la política financiera, económica y

social de acuerdo con el capricho nacional. Este fue a principios de los setenta el error que motivó el fracaso de la estructura de cambios fijos de *Bretton Woods*. También el SME se puede hundir por la misma causa, aunque en este caso los cambios fijos sólo regían para un puñado de países europeos. La moneda europea ECU ciertamente que sólo conocerá el tipo de cambio exterior con relación a monedas de terceros países como el dólar y el yen. Pero sus constructores parten también de la suposición errónea de que podría lograrse una moneda aunque no hubiera política económica común. La crisis del SME constituye un mal presagio para la solidez de la proyectada moneda única.

Hablando de solidez, llama la atención en la turbulencia del SME que el DM alcance una cotización tan elevada, siendo así que en realidad es una moneda débil. La inflación alcanza un nivel del doble que en Francia. Evidentemente la confianza acumulada desde finales de los cincuenta es lo suficientemente importante para que se cumplan las expectativas de superación por parte del marco de las cargas de la unificación. En los mercados de divisas se tiene una memoria de elefante.

Hace pocos meses el panorama era completamente distinto. El DM estaba en declive y bajo sospecha de devaluación y en Francia se pensaba ya que la música de los tipos de interés se interpretaría en el futuro en París. En cambio, nuestra divisa ha salido fortalecida de este torbellino. Lo demostrarán las cotizaciones de las próximas semanas, aunque no se dispararán, lo que, por otra parte, es bueno desde el punto de vista de la coyuntura. Estas cotizaciones, gracias al ancho de fluctuación del 30%, pondrán igualmente de manifiesto que el SME se divide en dos bloques, uno de monedas duras y otro de monedas blandas -por un lado, el marco y el florín sobre todo, y por el otro, el escudo, la peseta y -asombrosamente- también el franco francés. Los países con monedas en cierto grado duras no quieren ligarse al franco, sino al marco que les garantiza estabilidad.

Opinión del "Neue Zürcher Zeitung".

Este diario suizo, en su sección económica, se manifiesta del siguiente modo bajo este título: "¿Se ha conseguido la cuadratura del círculo?"

Un sistema de tipos de cambio fijos como el del SME funciona perfectamente si las economías que en él participan se mueven más o menos al mismo paso. Los problemas surgen cuando algunas de ellas registran perturbaciones de carácter económico que sólo pueden eliminarse mediante un "policy mix" que se separe del país que tenga la moneda guía. Sin embargo, el sistema se resiente en sus cimientos cuando es precisamente este país el país problema. Y desde hace algún tiempo éste es el caso. Alemania lucha después de la reunificación con problemas financieros descomunales y con una inflación comparativamente elevada. Con este telón de fondo se explica que el Banco Federal Alemán no quiera aflojar las riendas monetarias, que no pueda acometer un desmantelamiento masivo de tipos de interés. En cambio, en los principales países del SME los impulsos inflacionistas son débiles. Presionan con vistas a la recesión y desactivar el serio problema del desempleo, para que los tipos de interés reales alcancen niveles apreciablemente más bajos.

Esta notable divergencia de intereses entre la República Federal y la mayor parte de sus socios en el SME explica el por qué de las duras negociaciones el fin de semana en Bruselas, primero dentro del Comité Monetario de la CE y a continuación a nivel de ministros de hacienda y gobernadores de bancos centrales. Ha sido una especie de cuadratura del círculo, porque con

vistas a Maastricht era estrictamente necesario mantener vivo el SME. Desde el principio no había ninguna duda al respecto. El Ministro alemán de Finanzas, *Theo Waigel*, dijo: "Queremos encontrar, debemos encontrar y encontraremos una solución". Otros colegas de *Waigel* se manifestaron en idénticos términos al comienzo de las reuniones. Incluso el Ministro del Tesoro británico, *Kenneth Clarke* expresó la esperanza de que la sesión extraordinaria hiciera posible un acuerdo para asegurar la estabilidad monetaria en Europa. Aunque añadió que por encima de esto la prioridad era y seguía siendo la recuperación económica en los países acuciados por la recesión.

Claro que no habrían faltado recursos de política monetaria para impedir en el futuro las periódicas y repetidas perturbaciones especulativas en los mercados de divisas y al mismo tiempo proporcionar a países como Francia o España margen de actuación en la política de tipos de interés. La alternativa extrema habría sido el paso a los tipos de cambio flexibles o, por lo menos, la salida -temporal- del DM del Mecanismo de Cambios. Pero una chapuza es lo único que permitieron los escrúpulos relacionados con la política de integración, en concreto, los temores de que aquella salida del sistema no solo pudiera retrasar indefinidamente la Unión Monetaria, sino incluso poner en peligro el Mercado Unico de la CE. Con la importante ampliación de los márgenes de fluctuación puede que los Doce consigan evitar tormentas monetarias de verano. Sin embargo, si con los acuerdos de Bruselas se podrá o no salvar el proyecto de Maastricht, esto es algo que está ya en otra página.

El programa de austeridad del gobierno alemán.

A lo largo de las últimas semanas la prensa en lengua alemana ha venido ofreciendo informaciones, comentarios y apreciaciones acerca del programa diseñado por el Gobierno alemán con vistas a la reducción y racionalización del gasto público, así como al estímulo del crecimiento de la economía. Los recapitulamos en los párrafos que siguen, prestando particular atención a los pareceres e impresiones críticos acerca de tales medidas.

.....

El 28 de Junio los principales políticos de la coalición gubernamental se ponen de acuerdo sobre un programa de austeridad y ahorro presentado por el Ministro de Finanzas *Waigel* que también incluye medidas para fomentar el crecimiento económico. Se prevé el recorte de prestaciones y subvenciones que ha de suponer para la Federación un ahorro de 20.000 millones de marcos en 1994 y 27.000 millones de marcos en 1995. A ello se añade un ahorro, en el caso de los estados federados y de los municipios, de unos 4.000 millones de marcos el año que viene y de casi 7.000 millones en 1995. Con ello consigue *Waigel* el objetivo de ahorro perseguido y al mismo tiempo tomar en consideración las exigencias del partido liberal en cuanto a disposiciones de fomento del crecimiento. Los recortes afectan con, 14.000 millones de marcos, a los presupuestos de la Administración Federal de Trabajo y del Ministerio Federal de Trabajo.

En el programa se incluye la decisión de prolongar más allá de la presente legislatura la moratoria según la cual sólo pueden arbitrarse nuevas prestaciones si al mismo tiempo se introducen los correspondientes recortes en el gasto en otras partidas. El crecimiento del gasto deberá reducirse durante algunos años a la mitad del aumento del PIB. De momento esto significa un incremento del gasto del 3% anual. Otras subidas de impuestos, exceptuando la proyectada del impuesto sobre carburantes, no tendrán ya lugar en atención a la coyuntura y al crecimiento. Los incrementos ya aprobados desde la unificación se cifran en 65.000 millones de marcos referidos a 1995. Los aumentos de gravámenes sociales aprobados y previsibles ascienden a 51.400 millones de marcos. Con ello la carga impositiva entre 1991 y 1994 sube en total en 115.000 millones de marcos al año, es decir, un buen 3,5% del PIB.

En 1993 la presión fiscal, al alcanzar un 42%, está aproximadamente 1,5 puntos porcentuales por encima del máximo de 1977. En el documento que contiene el programa se señala que en las actuales circunstancias económicas no es aconsejable que siga subiendo el recurso al crédito por parte de la Federación.

Para reactivar el crecimiento económico se reconsiderará la proyectada limitación de la amortización decreciente de las inversiones en equipos. El Estado, los "länder" y los municipios, los Ferrocarriles Federales y la Administración Postal deberán anticipar, en lo posible, sus inversiones al primer semestre de 1994. Los recursos destinados al fomento económico regional se incrementarán, incluyendo los fondos comunitarios, en 600 millones de marcos.

Como se acaba de señalar, el peso del programa recae sobre los presupuestos de los órganos de la administración laboral y afectan a los subsidios de desempleo y otras ayudas a la población activa. También se establece una congelación de los sueldos de los funcionarios para 1994, se aplaza a 1995 la reforma social agraria y se dejan invariables durante dos años los presupuestos de investigación y ayuda al desarrollo.

Las medidas de carácter fiscal se concentran en la lucha contra el fraude.

Este programa de austeridad ha encontrado un fuerte eco crítico. La Presidencia de la SPD ha manifestado que las propuestas de recorte de gastos del serían totalmente rechazadas por su partido, ya que representaban el intento de solucionar la situación calamitosa de la Hacienda ocasionada por el Gobierno a costa de los trabajadores. La Federación de Sindicatos ha dicho que desde la crisis mundial de comienzos de los años treinta nunca se había intervenido de una forma tan masiva en las prestaciones a favor de los desempleados. También ha habido una reacción negativa desde los estados federados del Este ante el temor a las graves consecuencias, entre otras medidas, de la reducción en un 3% del subsidio de desempleo en una parte del país en la que el paro afecta a una proporción importante de la población.

En los medios de comunicación a raíz de conocerse el acuerdo, los juicios han sido más equilibrados, por ejemplo del tenor siguiente.

Si se tratará exactamente o no de 20.000 millones de marcos, lo cierto es que el Gobierno se toma en serio por primera vez desde la reunificación la experiencia del año. En realidad, ya era hora. Está en juego algo más que el prestigio del Gobierno. Los déficit públicos, en ascenso vertical, han erosionado la credibilidad de las promesas de estabilidad de la política económica y financiera alemana representadas por el marco. El retroceso del tipo de cambio de esta divisa no es dramático e incluso beneficia a la exportación. Pero cuando en los mercados internacionales de capitales se empieza a preguntar si un Gobierno conseguirá todavía limitar el

déficit del Estado, entonces se exigen aumentos de los tipos de interés como cobertura del riesgo. Esto, a su vez, impulsa la carga del servicio de la deuda, origina aumentos de impuestos, descabala las cuentas de las inversiones, destruye más puestos de trabajo, en definitiva, da lugar a una espiral que conduce cada vez con mayor rapidez a la crisis. En esto, y no en los saldos financieros o en las abstractas cuotas de crédito, reside el verdadero peligro del desbordante endeudamiento del Estado. El Gobierno de coalición no ha echado con excesiva antelación el freno de emergencia. Claro que la política de austeridad sería más convincente si el Gobierno diera a entender que lo que le interesa no es una medida de emergencia a plazo limitado, sino la modernización del Estado social. Pero éste no es el caso, porque el sistema de asistencia, financiado colectivamente y organizado por el Estado, se seguirá ampliando. Como el Gobierno es expresamente partidario de la ideología de lo colectivo y eleva el efecto de distribución a la categoría de criterio esencial de la política financiera, no debe asombrarse de que ahora se critiquen con vehemencia los planes de ahorro y, en particular, el recorte de las prestaciones de desempleo y ayuda social.

Otros comentarios se ajustan a las líneas que a continuación se extractan.

Una ola de indignación cae sobre la coalición porque va a acometer reducciones en los gastos sociales. Pero ninguno de los críticos aporta ideas sobre la forma de acabar con los déficit del Estado. Y ello se explica, porque no hay otro camino que una rigurosa política de ahorro que incluya desde luego las prestaciones sociales.

Siempre es instructivo referirse a los hechos. Desde 1990 la participación del Estado en el Producto Social se ha disparado, alcanzando el récord del 52%, después de que en los años anteriores había venido siendo trabajosamente comprimida desde el 50% al 46%. La consecuencia han sido mayores gravámenes y créditos en un grado sin precedentes en tan poco tiempo. Hay que tener en cuenta al respecto que las prestaciones sociales han de continuar aumentando sólo a causa del creciente número de personas mayores. Si se sigue ahora apretando la tuerca de los impuestos, se conseguirá un cierto rechazo hacia el trabajo y que capitales y empresas se vayan del país. Quien quiera fomentar el bienestar social y evitar una crisis permanente deberá tener esto en cuenta.

Tampoco puede seguir ampliándose el recurso al crédito. La Federación tiene ya hoy una enorme carga en concepto de deuda. En intereses tendrá que pagar en 1993 más de 55.000 millones de marcos, un 13% del gasto total. En 1995 deberá hacerse cargo de la masa de la quiebra de la antigua República Democrática, lo que incrementara en otros 40.000 millones de marcos los desembolsos por intereses. De aquí a 1996 la carga de intereses de la Federación ascenderá a por lo menos 100.000 millones de marcos -un 20% del gasto total- algo impracticable desde el punto de vista de la política financiera.

Waigel lo que pretende es que el nuevo endeudamiento no rebase en 1994 los 70.000 millones de marcos, objetivo moderado, dada la situación por la que atraviesa la Federación. Lo reconocen los críticos que, sin embargo, se revuelven contra la reducción de los gastos sociales. A ello hay que responder diciendo que, a pesar de tal disminución, el aumento de estos gastos aún será del 4%. Por tanto, está fuera de lugar hablar de desmantelamiento del aparato social.

Sin embargo, sin el recorte de los gastos sociales no es posible sanear el presupuesto federal. Si se computan todos los gastos de carácter social -los de la administración federal de trabajo y otros- la Federación destina un tercio del presupuesto total a fines sociales. Por tanto, fracasará en la tarea del saneamiento financiero quien no quiera introducir disminuciones en

estas partidas. Y sólo se pueden practicar recortes en los casos de aquéllos que reciben prestaciones de carácter social. Las reducciones del seguro de desempleo son duras para los afectados, pero no se trata sólo de ahorrar, sino de incrementar los incentivos para el trabajo.

Puede discutirse sobre las medidas concretas del programa de austeridad, pero lo cierto es que el volumen total está calculado más bien con moderación. En el pasado se han cometido errores en la política financiera. Pero de nada sirven las lamentaciones sobre las omisiones. Ahora hay que actuar y quien quiera impedirlo llevará al país a la crisis económica, financiera y política y no se comportará socialmente, sino con falta de responsabilidad.

Para concluir, debe señalarse que, a pesar de las fuertes protestas de la oposición, de los sindicatos y de otras instituciones, el Gobierno de Bonn aprueba el 11 de Agosto el paquete de medidas de austeridad destinadas a sanear las finanzas del Estado, con lo que el programa de ahorro, incluido ya en el proyecto de presupuestos para 1994, inicia la vía parlamentaria.

Los nuevos planteamientos en la política de materias primas.

Vestigios de un experimento fallido

Sobre este tema la prensa suiza y alemana ha ofrecido una serie de consideraciones que se recapitulan y extractan en lo que sigue.

En Mayo de 1976 los países miembros de la UNCTAD deciden, en una conferencia celebrada en Nairobi, la creación de un Fondo Común para la estabilización de los precios de las materias primas. Anteriormente, en 1973, la OPEC había multiplicado por cuatro el precio del petróleo a raíz de la Guerra de los Seis Días, y en 1974 los países en desarrollo, apoyados por los votos del bloque soviético, aprovecharon la ocasión de la Asamblea General de las Naciones Unidas para propagar la idea de un "nuevo orden económico mundial". Se trataba de reflejos de la fe en la eficacia de los acuerdos de precios de tipo cartelario y de la posibilidad de conseguir, a través de medidas dirigistas, una "mejor" distribución del bienestar entre el Norte rico y el Sur pobre. Después los portavoces del "Grupo de los 77", que pretendían representar los intereses del Tercer Mundo, plantearon exigencias cada vez más radicales dirigidas a las naciones industrializadas. Una de ellas tenía como objeto un programa integrado de materias primas en cuyo centro debía figurar el citado Fondo.

Las negociaciones sobre la creación del Fondo Común resultaron ser largas y duras prolongándose hasta el comienzo de los años ochenta. Su objetivo debía ser alcanzar, para dieciocho materias primas diferentes, precios razonables y estables. Simultáneamente se perseguía un aumento de los ingresos por exportaciones en beneficio del Tercer Mundo, así como una diversificación de sus estructuras productivas. Mientras tanto, el resultado final quedó bastante por debajo de las pretensiones iniciales, al asignarse al Fondo únicamente dos funciones. En primer lugar debía prestar su contribución para financiar los "stock" compensatorios de cada uno de los acuerdos sobre materias primas, los llamados "buffer stock". A tal efecto, se preveía una "primera ventanilla". Por medio de una "segunda ventanilla" se pretendía financiar otras medidas relacionadas con las materias primas, así la investigación y el desarrollo,

las mejoras en la productividad o las técnicas de comercialización más eficaces, pensándose, en especial, en los países en desarrollo más necesitados.

Más duro que las negociaciones fundacionales fue el procedimiento de ratificación. Tuvieron que pasar casi seis años hasta que 90 miembros cumplieran este requisito y dos años más para el ingreso de la antigua Unión Soviética y de sus satélites. Los Estados Unidos nunca ratificaron el Acuerdo y mientras tanto lo han abandonado tanto Canadá, como Australia y Nueva Zelanda. Actualmente el Fondo Común cuenta además de con la CE, con 105 estados miembros. De acuerdo con los estatutos, está dotado de contribuciones obligatorias, por un importe de 470 millones de \$, y cuenta con aportaciones voluntarias en cuantía de 280 millones de \$. En el pago efectivo de estas aportaciones se registran de todas formas grandes retrasos. Como sede del Fondo se eligió Amsterdam donde inicia su actividad en Junio de 1989. En estos momentos trabajan 23 personas de 13 países en la Secretaría. Como primer, y de momento único, Director actúa el indonesio Budi Hartantyo.

El concepto de los "stock" compensatorios para estabilización de los precios de las materias primas topó desde el primer momento con críticas. Por un lado, el problema de dichos "stocks" no está en la escasez de medios de financiación, sino en otras cuestiones como las opiniones divergentes sobre márgenes de precios y cuotas de exportación, sobre existencias máximas dentro de los "stocks" o sobre medidas adecuadas para orientar la producción. Un experto en cuestiones internacionales relacionadas con las materias primas ha calificado el punto de partida del Fondo Común como una especie de proyecto apisonadora que pasa por alto no sólo la escasez de los recursos mundiales, sino también la eficacia de la burocracia internacional y de la de la mayor parte de los países en desarrollo. Esta apreciación no ha perdido hasta hoy nada de su significado.

Esta clase de temores se han confirmado plenamente en el caso del Fondo Común. En vista de la circunstancia de que todos los acuerdos internacionales sobre materias primas basados en apoyos a los precios -como, por ejemplo, los del cacao, café o estaño- han fracasado y que el relativo al caucho natural -el único acuerdo con "stock" compensatorios que queda- no necesita del Fondo, la primera "ventanilla" nunca se ha utilizado. Consecuentemente tampoco ha tenido empleo el capital disponible y comprometido. En opinión del Gobierno alemán, puede apreciarse además una especie de desilusión en lo que toca a estos acuerdos sobre materias primas. Cada vez más se perfila entre los países industrializados y los países en desarrollo la tendencia a acuerdos que posibiliten una mejor previsión de la evolución de los precios a medio plazo, sin ofrecer falsos estímulos al aumento de la oferta. Son sobre todo, sin embargo, la mayor parte de los países de la OCDE los que han perdido interés en la primera "ventanilla", de tal manera que deben reconsiderarse las vías de utilización de los recursos existentes.

Pero tampoco ha destacado por un dinamismo extraordinario la segunda "ventanilla". En sus cuatro años de existencia se han acometido once proyectos por un importe de unos 12 millones de \$ de los que el Fondo sólo ha financiado 8 millones de \$. Según parece, otros once proyectos se encuentran próximos a su realización. Los responsables en la materia explican el lento ritmo por las dificultades de puesta en funcionamiento, como sucede con cualquier organización internacional. A esto hay que añadir la necesidad de acumular primero experiencia, también por parte de los potenciales clientes -ante todo por parte de las organizaciones internacionales de materias primas como por ejemplo las del cacao, las bananas o la caña de azúcar. Habrá que ver si ante este telón de fondo se hacen realidad las esperanzas de una pronta iniciación de las actividades ordinarias. En cualquier caso parece que se han allanado las vías de decisión y ha mejorado la calidad de las propuestas de proyecto. También da la sensación de haberse

normalizado la relación entre los gastos de administración y la financiación de los proyectos que al principio era totalmente insatisfactoria y había despertado fuertes críticas por parte de algunos países miembros.

Sea como fuere, se plantea la cuestión acerca de las opciones razonables. En el mismo Fondo está, en primer término, la posibilidad de aplicar los recursos de la primera "ventanilla" a la segunda. A través de ésta podrían financiarse, por ejemplo, la formación en el empleo de instrumentos de comercialización o en la preparación de la documentación de los proyectos. En Suiza se estima más bien que el Fondo podría orientarse cada vez más hacia el problema de la cobertura de riesgos. En concreto hace tiempo se ha creado un grupo de expertos que trabaja en una posible reorientación de las tareas del Fondo y que en Septiembre presentará sus recomendaciones. No parece que se contemple de momento oficialmente la posibilidad de cerrar las "ventanillas" del Fondo. Los responsables llaman la atención principalmente sobre el hecho de que el Fondo se diferencia de todas las organizaciones internacionales en la medida en que patrocina un planteamiento referido específicamente a las materias primas y no a los países. Y de los diplomáticos del Tercer Mundo puede escucharse de vez en cuando el punto de vista de que la justificación del Fondo no es ciertamente sublime, pero que esto podría modificarse tarde o temprano.

En la última Cumbre Económica Mundial celebrada en Tokio los japoneses han lanzado la idea de un grupo que se ocupara de los precios de las materias primas. Esto exigiría nuevos enfoques, pero no ha quedado claro en qué dirección deberían apuntar. Que de nadie partiera la propuesta de asignar este cometido al Fondo Común demuestra el modesto alcance que le atribuyen sus principales accionistas. Ante este telón de fondo se plantea justificadamente la cuestión del futuro de una organización internacional que hasta ahora apenas ha hecho su aparición y que probablemente seguirá manteniéndose en la sombra. Ciertamente son modestos los recursos manejados si se los compara con los de otras instituciones. En vista de los problemas financieros con los que luchan prácticamente todos los países industrializados y de las nuevas prioridades tanto de los consumidores como de los productores de materias primas, el cierre de las "ventanillas" del Fondo ciertamente que no sería ninguna catástrofe. Y si -por las razones que fueran- no es posible decidirse por un paso así, queda siempre el recurso de investigar si no cabría trasladar, en beneficio de una mayor eficacia, los cometidos y capítulos del Fondo a otras localizaciones como el Banco Mundial o el Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas (UNDP) para, al menos, aminorar el riesgo de costosas interferencias y aprovechar mejor que hasta el presente las sinergias.

Los ingleses creen en la recuperación.

Esperanzas puestas en la Bolsa. (Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. de Bettina Schulz).

No puede en absoluto hablarse de flema británica, ya que nunca las cotizaciones han estado tan altas como en estos días. Desde la crisis del SME alcanzan cada día nuevos niveles récord. Este auge es tanto más digno de atención cuanto que los precios de las acciones se habían ya disparado después del abandono del Sistema por parte de la libra en Septiembre de 1992 y hasta

Marzo de 1993, aumentando un 30%. En aquella ocasión el alza de las cotizaciones se explicó por la euforia producida por la reanimación de la coyuntura en Gran Bretaña. Pero ¿qué ha sucedido con la subida reciente en el mercado de acciones inglés?

Las expectativas, en lo que toca a la marcha de la coyuntura, vuelven también en esta ocasión a jugar un papel importante. Gran Bretaña está asombrosamente segura de los indicios de recuperación. Además los compradores de acciones británicas esperan que la crisis del SME desencadene fuertes caídas de los tipos de interés y restablecimientos de la coyuntura en los demás países europeos. Esto -es la opinión generalizada- podría beneficiar a la exportación de las empresas británicas.

También ha sido decisivo para este ascenso el que la menor rentabilidad en el mercado de empréstitos y las expectativas de tipos de interés en continuado descenso hayan estimulado a los inversores a la adquisición de títulos de renta variable. Al mismo tiempo, afluye en estos momentos a los fondos de inversión británicos una masa de liquidez que en mayor proporción que antes se invierte en acciones inglesas.

¿Puede pues asegurarse que Gran Bretaña tenga ante sí una recuperación de la coyuntura sólida y persistente y que las empresas británicas puedan por fin sorprender de nuevo a sus accionistas con incrementos claros de beneficios y dividendos? Los expertos pintan un cuadro algo menos atractivo. Es cierto que se ha iniciado la reanimación de la economía británica, pero la Federación de la Industria Británica previene contra una euforia excesiva. Y ello no sin razón, ya que, aunque la producción en los pasados meses, y por vez primera después de varios años, ha vuelto a aumentar, muchos empresarios advierten que el restablecimiento de la coyuntura es débil y que las carteras de pedidos experimentan una mejoría lenta únicamente. Si bien las empresas confirman que los consumidores han comprado en los últimos seis meses más que antes, el comercio modera la satisfacción del Gobierno y advierte que ello se debe también a las drásticas reducciones de precios de las anticipadas rebajas del final del verano. Tampoco están las empresas contentas con la producción industrial. Con vistas a la mejoría de la coyuntura, el sector comercio ha aumentado sus "stock", pero como la demanda ha sido menor de lo esperado, habrá que reducir los volúmenes almacenados antes de que se pueda producir a mayor ritmo.

Sin embargo, el motivo principal por el que la industria espera de momento sólo una recuperación tímida lo constituye la debilidad de la exportación. En los pasados cuatro meses las empresas británicas han podido ciertamente incrementar sus ventas al exterior, lo que, dada la mayor competitividad de las mismas apenas si constituye un mérito. Porque el tipo de cambio de la libra sigue cotizando un 11% por debajo del último cambio que correspondía a la libra cuando salió del SME. Al mismo tiempo, el desempleo y la débil posición de los sindicatos han permitido a las empresas moderar los costes salariales unitarios y mejorar ostensiblemente su productividad.

Ahora bien, a pesar de la superior competitividad, las perspectivas de exportación de la industria británica han empeorado, si se atiende a las lamentaciones de las empresas. Finalmente, la mitad de las ventas al exterior va a países castigados por la recesión, como es el caso de Alemania, Francia, Italia y Holanda. En ellos la situación económica es tan mala que ya no sirve ni la excelente posición de los británicos en lo que se refiere a la competitividad. Hace unos días la Federación Británica de la Industria informó de que por ello las empresas están tan poco convencidas de una próxima recuperación que seguirán reduciendo los próximos doce meses sus inversiones en edificaciones y maquinaria. Los industriales británicos consideran

que con este telón de fondo debe reprimirse un tanto la alegría originada por la moderada tasa de inflación. El reducido coeficiente de incremento de precios es -se dice- menos un mérito de la sensibilidad del Gobierno que el efecto de la recesión que impide a las empresas subir los precios.

En vista del escepticismo de la industria británica no es de extrañar que muchos inversores no se fíen de la marcha de las cotizaciones. Estas se han encaramado a niveles tan altos que la rentabilidad de los dividendos ha caído hasta un 3,7%. Por lo general, ésta suele estar entre el 4% y el 6% en la bolsa británica. El aumento de los dividendos tendría que ser muy fuerte para que se justificaran las altas cotizaciones de los títulos de renta variable. Sin embargo, en el año en curso no se puede contar con un crecimiento esperado de los dividendos del 6%.

Es evidente que los inversores acuden al mercado británico de acciones no principalmente porque estén convencidos de las buenas perspectivas de beneficios de las empresas británicas. Más bien canalizan sus recursos hacia el mercado de acciones esperando un acusado debilitamiento de la rentabilidad en los mercados monetarios y de capitales, dando preferencia -bajo el lema de que entre los ciegos el tuerto es rey- al mercado de acciones británico, ante la incipiente recuperación coyuntural.

Queda por ver si las esperanzas se convertirán en realidad. Si los inversores se vuelven a centrar en la valoración fundamental de las acciones y si los descensos esperados de los tipos de interés y de las rentabilidades no son tan drásticos como puede parecer desde la perspectiva actual, podrían asistir a un ajuste de cotizaciones en el mercado británico de acciones. Sin embargo, esto no significa que esté ya programada una próxima caída en la bolsa. De todas formas, los británicos consideran que sus expectativas no carecen de fundamento.

