# LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

## INDICE

	Pág.
El dólar, el yen y la determinación del tipo de cambio	147
Perplejidad ante la caída del dólar	149
El renovado protagonismo del dólar	151
World Economic Outlook: puede que el FMI acierte esta vez	153
Que nadie, en Europa o Japón confíe en la locomotora USA	155
Recuperación europea	156
¿Quién pagará las grandes obras?	158
Renace el sueño europeo de una moneda única	160
UEM: ¿en qué medida pueden moverse las porterías?	163
Renace el optimismo sobre la Unión Económica y Monetaria	165
La OCDE debe pasar a una velocidad superior	167
¿Ha llegado la hora de otra reunión de Bretton Woods?	169
Utilizado con cuidado, el término "productividad" puede resultar útil	171
El extraño comportamiento del mercado financiero	173
Las más recientes apreciaciones sobre las perspectivas económicas en Alemania	176
Marcha ascendente	176
Una feria iluminada por los rayos del sol. En torno al clima económico en Hannover	178
El informe de los institutos de la coyuntura alemanes	179
Casi todos de acuerdo en que hay recuperación	182

AND SERVICE OF SERVICE

\* i'tipo

El dólar, el yen y la determinación del tipo de cambio.

("Financial Times", edit.) (30 Abril- 1 Mayo)

E n cuanto una teoría sobre la determinación del tipo de cambio llega a obtener general aceptación, los hechos demuestran que es falsa. Esta parece ser una ley de hierro de la vida económica.

Hubo un tiempo en que se creyó que las alteraciones de los tipos de cambio se debían a las variaciones de las balanzas comerciales. Más tarde se pensó que lo esencial eran la oferta monetaria, las perspectivas en materia de inflación y los tipos de interés relativos. También se pensó que el factor determinante eran los eventuales rendimientos de los activos reales. Ahora, la debilidad del dólar y la fortaleza del yen sugieren de nuevo que el principal factor son los flujos comerciales. No son fáciles de descubrir otras causas que expliquen por qué el yen acaba de conseguir un record histórico en su cotización frente al dólar.

Salvo en el caso de que los inversores hayan perdido la cabeza, debe rechazarse un popular argumento no económico: aquél según el cual la causa de todo son las variaciones del grado de confianza política. La administración del presidente Clinton puede haber tenido sus momentos malos, en especial como consecuencia del asunto Whitewater. Incluso es posible que pase de nuevo por otras crisis similares. Pero resulta que en el caso de Japón la evolución política es mucho peor. Esta misma semana, el partido socialdemócrata -disgustado por la decisión de sus aliados de coalición de formar otro gobierno conservador- se separó de ésta, con lo que el gabinete presidido por Tsutomo Hata carecerá del necesario respaldo parlamentario.

Unos nuevos puntos de vista sobre la probable evolución de la inflación pueden proporcionar una parte de la deseada explicación sobre el reciente fortalecimiento del yen. Japón no tiene prácticamente inflación alguna, por lo que a los precios al consumo se refiere, al tiempo que los precios a la producción han estado y siguen bajando, en parte como resultado de la revaluación del yen y en parte como consecuencia de las sombrías perspectivas por lo que a la recuperación se refiere.

Así, la producción industrial de Japón bajó un 3'1% en los doce meses anteriores a Marzo último. Tal producción aumentó el mismo mes de Marzo, pero el Ministerio de Industria y Comercio ha anunciado que volverá a bajar en Abril y Mayo. La cifra de construcción de nuevas viviendas bajó en Marzo por primera vez en 22 meses, al tiempo que el desempleo alcanzaba la cifra más alta de los últimos siete años, si bien ésta fuera del 2'6 por ciento, lo que prueba, por cierto, que los problemas económicos de Japón no son los mismos que los de los otros países.

La inflación de Japón puede llegar a ser incluso menor de lo que se había pensado, pero resulta que la de Estados Unidos no será probablemente mucho mayor. La única cosa que podría alarmar a los mercados en relación con la inflación sería una presión irracional de la administración sobre la Reserva Federal. Los nombramientos de Alan Blinder y Janet Yellen, aunque

reconocidos pragmáticos en materia de inflación, apenas han de asustar a nadie. Puede ser significativo, no obstante, que una tasa de crecimiento menor de la esperada, en el primer trimestre, condujera a un pequeño aumento de los tipos de interés a largo plazo.

Una de las razones que explican por qué las perspectivas de inflación en Estados Unidos no se han deteriorado ha sido el incremento de los tipos de interés dispuesto por la Reserva Federal en los primeros meses de este año. En parte como consecuencia de ello y en parte debido a que los tipos a corto japoneses bajaron en la segunda mitad del año pasado, las diferencias de los tipos a corto plazo han evolucionado a favor del dólar en casi dos puntos porcentuales, desde mediados de 1993, y en casi un punto porcentual desde principios de 1994. A pesar de ello, el dólar, desde el verano del año pasado, no ha conseguido fortalecerse frente al yen e incluso se ha debilitado en el curso de lo que llevamos de 1994.

Si las variaciones de los rendimientos nominales de los valores a corto plazo no pueden explicar el fortalecimiento del yen, tampoco lo hacen los rendimientos de los activos a largo, los cuales han sido negativos en todas partes, Japón incluido. Los valores japoneses subieron, sí, un 19 por ciento entre principios de 1994 y mediados de Marzo, mientras los de Estados Unidos apenas se movían. Pero las informaciones más recientes indican que las perspectivas económicas de Japón se están deteriorando.

La circunstancia fundamental que preside la relación entre el dólar norteamericano y el yen es la persistencia y el volumen del superávit por cuenta corriente japonés, de 131 m.m. de dólares en 1993, superávit que, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, podría repetirse en 1994 y 1995. Mientras tanto, y desde últimos de los años 80, se ha manifestado un notable declive en la predisposición de los inversores japoneses a adquirir activos a largo plazo extranjeros. Esto hace que la tarea de reducir el superávit corriente haya de descansar en los flujos de capitales a corto plazo más sensibles a los precios.

Si la balanza corriente es el principal factor determinante del tipo de cambio, los motivos de preocupación han de ser enormes. Unos tipos de cambio más altos tienen pocos efectos a medio plazo sobre el superávit japonés. Existe así el peligro de un círculo vicioso de estancamiento, elevados superávit por cuenta corriente, un yen más apreciado y, como resultado, más estancamiento.

La mejor manera de superar esta situación sería que el Banco de Japón bajara los tipos de interés y comprara dólares, con lo que disminuiría el valor del yen y se expandiría la economía. Al revés de lo que le ocurre a la Reserva Federal -que acaba de intervenir en el mercado- el Banco de Japón podría hacer tal cosa sin límites. En la práctica el banco central japonés está asustado ante la posibilidad de que la situación se le vaya de las manos, como ocurrió en alguna ocasión anterior. Por consiguiente, mientras burócratas y políticos deciden lo que hay que hacer, las posibilidades de una pronta y sólida recuperación se desvanecen.

## Perplejidad ante la caída del dólar.

"(Michael R. Sesit y Glenn Whitney en "The Wall Street Journal"

El dólar más fuerte que tantos expertos pronosticaban hace sólo unos meses esta desapareciendo como un espejismo en el desierto.

El año pasado, en efecto, muchos economistas, agentes e inversores predijeron que el rápido crecimiento de la economía de Estados Unidos y la subida en este país de los tipos de interés, acompañado todo ello de la debilidad de las economías y del descenso de los tipos en Europa y Japón, daría lugar a una revalorización del 10 ó del 15 por ciento de la moneda norteamericana frente al DM, y más aún, posiblemente, frente al yen.

Estrategas bolsistas europeos basaron sus recomendaciones de compra en tales predicciones, argumentando que muchas empresas europeas se beneficiarían del incremento de las exportaciones a Estados Unidos consecuencia de la prevista mejora del poder de compra del dólar. Un dólar más fuerte -se decía también- significaría asimismo unas mayores ganancias cuando fuera convertido en monedas nacionales por las firmas que realizan grandes negocios en Estados Unidos.

Pero las cosas no han ido por ahí. Por el contrario, el dólar se halla un 5% más bajo respecto al yen. Muchos de los que dijeron que el dólar se apreciaría están ahora ocupados en la revisión de sus estimaciones y predicen mayores descensos del mismo, y esto a pesar de algunas intervenciones de la Reserva Federal.

"El dólar ha absorbido las buenas noticias como si fuera una esponja, sin avanzar en absoluto", dice Kit Juckes, un economista internacional de S.G. Warburg & Co. en Londres. "Si fuera a subir por las razones que la gente dijo que subiría, lo habría hecho ya".

En el cuarto trimestre de 1993, la economía de Estados Unidos, medida según el PNB, creció a un ritmo del 7% anual, y muchos analistas creen que la tasa del 2'6% del primer trimestre de este año, anunciada hace pocos días, subestima la verdadera solidez de la economía norteamericana. Además, los tipos de interés a corto plazo han aumentado, y los contratos de futuros para los eurodólares indican una mayor subida para este año y el próximo. Paralelamente, una buena parte de la Europa continental, incluyendo a Alemania, se halla en recesión. La economía de Japón, por su parte, está estancada. Más aún: los tipos de interés de Alemania bajan y los de Japón se encuentran entre los más bajos del mundo industrial.

"La situación es óptima para que el dólar suba. En realidad no puede ser mejor", dice Juckes. A pesar de ello, éste contempla un dólar que se dirige hacia un cambio de 1'50 respecto al DM y de 100/108 respecto al yen.

A pesar de la intervención de la Reserva Federal, hace unos días, algunos analistas siguen mostrándose escépticos en cuanto a las intenciones de Estados Unidos. "Al gobierno norteamericano no parece preocuparle lo más mínimo lo que le ocurre al dólar", dice Carl

Weinberg, primer economista de High Frequency Economics, una firma consultora independiente de Nueva York. Por el contrario, añade, "el gobierno alemán y el Bundesbank se mueven activamente a favor de un DM más fuerte, con objeto de mantener controlada la inflación y de asegurar para la citada moneda el papel central dentro del sistema monetario europeo".

Algunos analistas creen que las fricciones comerciales entre Estados Unidos y Japón explican la debilidad del dólar frente a casi todas las monedas importantes. Esto es lo que piensa Paul Chertkow, economista de UBS Ltd., de Londres. "El mercado, virtualmente, no presta atención alguna a los datos económicos fundamentales, y esto porque cree que la administración Clinton mantendrá la presión sobre los burócratas japoneses ahora en que prácticamente no hay gobierno en Tokio".

"Hay muchos gestores de fondos de pensiones y muchos gerentes empresariales que mantienen posiciones muy sólidas en dólares frente al yen, y esto porque estiman que una economía norteamericana fuerte, con unos tipos de interés al alza -al revés de lo que ocurre en Alemania y Japón- ha de traducirse, antes o después, en una recuperación del dólar", dice Chertkow. "Pero si el dólar no va por ese camino, dichos detenedores de dólares pueden verse forzados a renunciar a tales posiciones, en cuyo caso podría producirse una avalancha de ventas".

Otros entienden que los problemas comerciales de Estados Unidos se extienden más allá del estricto marco USA-Japón. "Veintitrés de los últimos veinticuatro meses han visto cómo aumentaba el déficit comercial norteamericano", dice Weinberg. "Con todo, en el caso de las relaciones con Alemania, el superávit es de Norteamérica, y va en aumento. A su vez, el déficit corriente con dicho país disminuye".

Según Weinberg, "los tipos de interés alemanes siguen siendo lo suficientemente elevados como para inducir a los inversores a mantener dinero en Alemania, incluso teniendo en cuenta que la diferencia entre los depósitos a 90 días nominados en dólares y en DM se ha reducido a menos de 1'5 puntos porcentuales, frente a 5 puntos un año atrás".

Pronóstico sobre la evolución de los tipos de cambio de las monedas europeas frente al dólar USA

	(3 meses) Julio 1994	(12 meses) Abril 1995
DM	1,75	1,79
Libra inglesa	1,46	1,43
Franco francés	5,98	6,12
Lira	1,686	1,696
Peseta	144	151
Franco suizo	1,48	1,54
Florín	1,97	2,04
Fuente: Consensus Economics		

Los tipos de interés a corto plazo alemanes deberían bajar todavía más, dice Klans Holschuh, economista del Commerbank en Frankfort.

Algunos expertos afirman que el dólar podría estar todavía más débil frente a las monedas europeas si no fuera por las dudas que experimentan los inversores institucionales por lo que se refiere a la compra de bonos europeos. "La gente, normalmente, transferiría dinero a países en los que se cree que los rendimientos bajarán más, pero la presente situación de falta de liquidez en el mercado de bonos de Europa hace irrelevante por ahora cualquier especulación sobre tipos de interés, dice Weinberg.

En un informe reciente, NatWest Markets Ltd. admitió ante sus clientes que "el dólar USA no ha evolucionado como esperábamos, a pesar del más rápido incremento de los tipos de interés norteamericanos". Pese a ello, Lee Ferridge, un economista de dicha entidad, ha dicho que su firma mantiene sus estimaciones iniciales de un dólar más fuerte, pronosticando que éste subirá a 1'85 DM y a 112 yens antes de fin de año.

El renovado protagonismo del dólar.

("Financial Times", edit.) (6/5/94)

Por una parte, los mercados parecen desdeñosos con el dólar. Por otra, las autoridades norteamericanas no están dispuestas a que su moneda baje más. Ahora bien, tanto una cosa como la otra están sujetas a alteraciones que pueden producirse en cualquier momento. Pero por lo menos la debilidad del dólar ofrece una buena oportunidad para que las cosas vayan más rápidamente en el sentido deseado: hacia una mayor contracción monetaria en Estados Unidos, por un lado, y hacia unas políticas más permisivas en Alemania y Japón, por otro.

No es imposible explicar por qué el dólar se está mostrando tan débil. El problema, como es corriente, es que hay demasiadas explicaciones, aunque algunas de éstas pueden ser eliminadas rápidamente. Los inversores no se inclinan por el yen a causa de la fortaleza del gobierno japonés, ni tampoco por el vigor de la recuperación en Japón. Lo mismo es verdad, aunque en un menor grado, para Alemania.

Los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo tampoco evolucionan a favor del yen o del DM. Por el contrario, los diferenciales de los tipos a tres meses se han movido persistentemente a favor de las obligaciones nominadas en dólares: en cuatro puntos porcentuales respecto al yen, desde el mínimo cíclico alcanzado en abril de 1991, y en seis puntos porcentuales respecto al DM, desde Septiembre de 1992. Estas alteraciones de los tipos de interés relativos han sido generalmente esperados. No puede sorprender, en consecuencia, que la opinión general esperara que el dólar se mostrara fuerte. Pero resulta que la opinión general se ha visto frustrada.

Tres son las explicaciones de la debilidad de dólar que tienen alguna validez. La primera es que el superávit corriente de Japón y el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos constituyen una fuente permanente -aunque intermitente- de presión alcista sobre el yen. Según

la segunda, el principio de la recuperación, si bien tímido, en Japón y en Europa continental anuncia unos rendimientos relativamente elevados de los activos reales. Finalmente, las expectativas de inflación, aunque se han deteriorado en todas partes, han empeorado más en Estados Unidos que en las otras grandes economías.

Lo que debe subrayarse es que la moneda norteamericana ha bajado un 11 por ciento frente al yen desde principios de año, pero también más del 7 por ciento frente al DM, sólo desde Febrero. La debilidad del dólar es un fenómeno general, pues, y no sólo un episodio bilateral. Al mismo tiempo, si bien los tipos de los bonos han subido en todas partes, lo han hecho más en dólares que en yens y en DM. Desde el otoño último, el diferencial frente a los bonos a 10 años en DM ha pasado de casi un punto porcentual menos a medio punto porcentual más. Frente al yen, ha pasado, en el mismo período de tiempo, de uno a más de tres puntos porcentuales.

Estas alteraciones reflejan no sólo un pronunciado empeoramiento relativo de las expectativas de inflación en Estados Unidos sino también un cambio paralelo de las opiniones sobre la evolución a largo plazo del dólar.

Constituiría un gran error que las autoridades norteamericanas no prestaran atención al pesimismo que todo ello refleja. Afortunadamente, Lloyd Bentsen, el secretario del Tesoro, al justificar las recientes intervenciones, anunció que la Administración "no ve ventaja alguna en un dólar subvalorado". Desgraciadamente, la propia administración no parece reconocer que esa misma lógica vale también por lo que se refiere al poder de compra interno del dólar. Lo que debe hacer el gobierno de Estados Unidos es prestar su apoyo a la política de la Reserva Federal de elevar los tipos de interés a corto, preservando así la credibilidad de la política antiinflacionista de Estados Unidos. De hecho, si tal política no se mantiene, puede resultar imposible estabilizar el tipo de cambio.

Con todo, lo cierto es que la debilidad inesperada del dólar tiene su lado bueno. Ha dado lugar ya a que los altos mandatarios del Bundesbank, incluido su presidente, Hans Tietmeyer, reconozcan que la fortaleza del DM puede resultar negativa. Con un poco de suerte, esto podría conducir a más reducciones de los tipos de interés a corto plazo alemanes. Por otra parte, dada la ausencia de un gobierno sólido, la única autoridad capaz de tomar decisiones en Japón es su banco central. También aquí se justifica la flexibilización de la política monetaria, llevada esta vez a cabo a través de una intervención en los mercados cambiarios. Sería posible que los tipos de interés a corto bajaran también.

La debilidad del dólar, en fin, puede producir resultados inesperados. Es posible que no guste a la mayor parte de los responsables económicos, pero por lo menos debería obligar a Estados Unidos, Alemania y Japón a acelerar los cambios que estos países deberían llevar a cabo en sus políticas monetarias.

World Economic Outlook: Puede que el FMI acierte esta vez.

#### "The Economist"

El FMI dio a conocer hace unos días su último World Economic Outlook. Con ello proporcionó a ministros y gobernadores algo con lo que entretenerse durante su viaje a Washington para asistir a las reuniones de primavera del mismo Fondo y del Banco Mundial. El mensaje -"las cosas mejorarán"- es el mismo que el que el FMI ha venido transmitiendo -insistente y equivocadamente- durante los últimos tres años.

El Fondo, sin embargo, parece pisar más firme esta vez. La feliz conclusión de la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales, la reducción de los tipos de interés en Europa y el estímulo fiscal de Japón deberían, a juicio del Fondo, activar la economía en 1994 y 1995. El FMI, en efecto, estima que la economía mundial crecerá un 3 por ciento este año (el mayor ritmo desde 1989) y un 3'7 por ciento en 1995. El mayor crecimiento corresponderá a los países en vías de desarrollo, con una cifra media de casi el 6 por ciento este año y el próximo. En los países industriales, la expansión será menor: el 2'4 por ciento en 1994 y el 2'6 por ciento en 1995.

Esto, con todo, oculta grandes diferencias en el comportamiento de las distintas economías. En efecto, al revés de lo que ocurrió en las sincronizadas fases alcistas de los años 70 y 80, las economías de los países más desarrollados no han llevado el mismo paso en la etapa más reciente. En Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá la crisis se inició en 1990 y empezaron a salir de ella en 1992, justo en el momento en que los problemas se agudizaban en Japón y en la Europa continental.

En Septiembre último, el FMI estimó que el crecimiento sería del 2'6 por ciento, en Norteamérica, en 1994. Ahora prevé que sea nada menos que del 3'9%. Para el resto de casi todos los otros países, sin embargo, las estimaciones se han visto reducidas. Así, se espera que el progreso de Japón, por ejemplo, sea sólo del 0'7 por ciento este año, frente al 2 por ciento pronosticado en Septiembre y al 3'5 por ciento vaticinado torpemente un año atrás. Se dice que la expansión de Alemania Occidental será de sólo el 0'5 por ciento para el conjunto del año en curso. Sea como fuere, se espera que la expansión se vaya acelerando -en Europa y en Japóna medida que el año avance.

Después de haberse confirmado la reactivación de Estados Unidos, la única preocupación, allí, es cuánto han de elevarse los tipos de interés para evitar que la inflación se reanime. El 18 de Abril, la Reserva Federal incrementó el tipo de los fondos federales por tercera vez este año, dejándolo de momento en el 3'75 por ciento.

El crecimiento de Norteamérica, este año, está resultando mucho mayor del esperado. Durante el primer trimestre, la producción industrial creció a un ritmo anual del 7'7 por ciento. Muchos son los economistas que piensan que la cifra de crecimiento total del PIB, que se ha de hacer pública uno de estos días últimos de Abril, mostrará un crecimiento anual del 4 por ciento, y esto a pesar del impacto depresivo del mal tiempo.

El FMI ha advertido que la capacidad no utilizada desaparecerá del todo en el curso del ejercicio. Esto explica que, con objeto de reducir el ritmo expansivo, el banco central haya ido subiendo los tipos recientemente, aunque la inflación haya permanecido quieta, hasta ahora. Teóricamente, la subida de los tipos a corto plazo debería haber tranquilizado a los poseedores de bonos a propósito de la inflación. Resulta, sin embargo, que los rendimientos de los bonos estatales han subido acusadamente. Esto también contribuirá a que la economía crezca más lentamente.

¿Cuánto más deberían subir aún los tipos a corto? Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, ha sosteniendo insistentemente que, dado que los tipos siguen siendo históricamente bajos, su influencia no puede dejar de manifestarse expansivamente, actuando como un estímulo adicional. De lo que se trata, por consiguiente -a juicio de aquél- es de volver a una política monetaria "neutral". A lo largo de los últimos 30 años, los tipos a corto reales han sido, como promedio, del 2%. Dada una tasa de inflación del 2'5%, la mayoría de la gente ha definido "neutral" como un tipo, para los fondos federales, de alrededor del 4'5 por ciento.

Tres razones motivaran que la recuperación en Europa continental y en Japón no sea tan sólida como en Estados Unidos, por lo menos en un futuro próximo. Los tipos de interés reales no han sido tan reducidos como en Norteamérica. La necesidad de recortar los déficit presupuestarios en Europa actuará como un freno a la expansión. Y el elevado desempleo seguirá restringiendo el gasto de los consumidores.

En 1995, a juicio del FMI, el paro, en la Unión Europea, alcanzará casi el 12 por ciento de la población activa, es decir, el doble que en Estados Unidos. Llama mucho la atención que el desempleo de la UE se haya cuadriplicado desde los años 60 y que apenas haya aumentado en absoluto en Norteamérica y Japón. Esto le hace pensar al FMI que si bien una parte del paro europeo puede deberse a la recesión reciente, la verdadera causa del mismo es estructural.

Ante esa situación el Fondo prescribe los remedios usuales, en especial un mejor funcionamiento de los mercados laborales a través de la eliminación de los obstáculos que los entorpecen (normas que dificultan la contratación y los despidos, salarios mínimos, subsidios de paro excesivamente generosos) y que dificultan la creación de empleo o eliminan los incentivos para buscarlo. Pero el fondo también cuestiona la posibilidad de utilizar tal modelo en Europa, en la que hay votantes que se inclinan por modelos sociales distintos.

Las diferencias salariales constituyen un ejemplo bien ilustrativo. La teoría económica sostiene que si los salarios no reflejan las diferencias de productividad y de cualificación, las empresas tendrán pocos incentivos para contratar trabajadores poco cualificados y los trabajadores tendrán pocos incentivos para mejorar su cualificación. Sin embargo, el caso es que los países europeos que valoran más una mayor igualdad de rentas se sienten incómodos ante unas mayores diferencias salariales. Esto puede hacer que los gobiernos europeos se resistan a tomar la medicina laboral que el Fondo recomienda.

Pero sería lamentable que esto ocurriera. El FMI cree que hay mejores maneras de llevar a cabo una política distributiva. Una de ellas es la utilización del sistema fiscal y de las atenciones sociales, en vez del establecimiento de salarios mínimos o de la negociación salarial centralizada, métodos que pueden distorsionar el buen funcionamiento de los mercados de trabajo.

El historial pronosticador del FMI puede que sea poco brillante, pero esta última parte de sus recomendaciones merece toda la atención de los gobiernos.

Que nadie, en Europa o Japón, confíe en la locomotora USA.

(David Wessel, en "The Wall Street Journal")

Los inventores de metáforas económicas aluden frecuentemente a Estados Unidos como la locomotora que arrastrará al resto del mundo industrial sacándolo de la crisis. A medida que vaya consolidando su recuperación, se suele decir, Norteamérica comprará más bienes en el extranjero, con lo que estimulará así a las economías de Alemania y de Japón.

La imagen siempre exageró el papel de las exportaciones en la prosperidad interna. Pero ahora más que nunca, la noción de que las importaciones norteamericanas van a sacar a Alemania y a Japón de su situación presente es equivocada. Si Estados Unidos actúa como una locomotora para alguien, este alguien no es Alemania, ni es Japón, sino, eventualmente, el este asiático (fuera de Japón) e Iberoamérica.

Bruce Kasman, economista de Morgan Guaranty Trust Co., observa, en efecto, una disminución, por un lado, del impacto que las importaciones norteamericanas están ejerciendo sobre Alemania y Japón en la presente fase de recuperación, y, por otro, cómo son países como Méjico y otros países iberoamericanos, además de China y de algunas pequeñas economías asiáticas, los que están aumentando su cuota de mercado a expensas de aquellos dos grandes países industriales.

Las exportaciones, aunque cada día adquieren más importancia en todas las economías, no son normalmente el factor de más relieve de éstas. Las exportaciones a Estados Unidos suponen sólo alrededor del 1'5 por ciento del PIB alemán y el 2'5% del japonés, según DRI/McGraw Hill. El total de las exportaciones representa sólo un poco más del 10% de la producción total de Estados Unidos, Japón y Europa.

"El elemento determinante del crecimiento económico en las grandes regiones del mundo es la demanda interna", dice el Subsecretario del Tesoro, Lawrence Summers. Con todo, Alemania y Japón se encuentran mejor de lo que sería el caso si Estados Unidos no hubiera salido aún de la fase depresiva. Y Estados Unidos resultaría beneficiado si aquellos dos países crecieran más deprisa e importaran más.

Sea como fuera, Bruce Kasman calcula que en los primeros tres años de la expansión de los años 80 el aumento de las importaciones procedentes de Japón supuso el 34% del incremento total de las importaciones norteamericanas, y el 7% las procedentes de Alemania. En cambio, en el período 1991-1993, las importaciones llegadas de Japón representaron sólo el 15% de dicho aumento, y sólo el 2% las procedentes de Alemania.

Ello se debe, en parte, al valor del dólar, que subió en la primera mitad de los años 80, lo que hizo que las mercancías japonesas y alemanas resultaran más baratas para los compradores norteamericanos, contrariamente a lo que ocurrió con las mercancías venidas de Asia e Iberoamérica, áreas que mantienen sus monedas sujetas al dólar. Esta vez el dólar ha estado estable frente al DM y se ha debilitado frente al yen, lo que ha contribuido al descenso de la productividad de los productores alemanes y japoneses.

Paralelamente, países en curso de industrialización, desde Méjico hasta Malasia, fabrican cada día más productos que interesan al consumidor norteamericano. La parte del mercado de importación de Estados Unidos en manos de las seis grandes economías industriales -Japón, Alemania, Gran Bretaña, Canadá, Francia e Italia- ha estado disminuyendo ininterrumpidamente para prácticamente todas las categorías de productos industriales en el curso de la última década.

Bienes capital como máquinas herramientas u ordenadores se pueden obtener ahora en muchos países distintos de los antes citados. En 1985, el 67% de los bienes de equipo importados en Estados Unidos procedió de alguno de los seis grandes. El año pasado el porcentaje fue sólo del 52 por cien.

Así, pues, si la expansión norteamericana no puede servir para reactivar a Alemania y a Japón, estos países deberán reactivarse solos. "Según vemos nosotros la situación" -dice Kasman- "Estados Unidos mantendrá su fuerte ritmo de crecimiento en los próximos meses, pero esto no provocará una reacción súbita y positiva en el resto del mundo industrial".

Aunque el Fondo Monetario Internacional continúa pensando que el crecimiento en Europa y Japón seguirá siendo lento si los gobiernos no estimulan sus economías, los ministros de Hacienda reunidos hace poco en Washington subrayaron la aparición de señales que infunden optimismo. El ministro de Hacienda alemán, Theo Waigel, incluso hizo una apuesta pública con el Director General del Fondo Monetario Internacional, Michel Camdessus, en el sentido de que el crecimiento de Alemania, este año, estaría más cerca del 1'5% que el 0'9% previsto por el Fondo. El Secretario del Tesoro, Lloyd Bentsen, por su parte, insistiendo en la necesidad de que se bajen más los tipos en Alemania y de que se reduzcan impuestos en Japón, advirtió que "no podemos limitarnos a desear que la recuperación empiece", y que lo que debe conseguirse "es que la recuperación se produzca de verdad".

Una mayor expansión no resolverá los problemas económicos y sociales del mundo, pero sin una recuperación en Alemania y en Japón resultará difícil conseguir que estos países eliminen regulaciones innecesarias y contraproducentes, así como que se ponga fin a unas estructuras asistenciales obstaculizantes, de forma que uno y otro país puedan participar en el fomento de un comercio cada vez más libre y en la financiación de las economías de Africa, del Próximo Oriente y de los antiguos países comunistas, todas ellas tan necesitadas de ayuda.

El impulso para un crecimiento más rápido no procederá de Estados Unidos. Debe originarse en las políticas internas de Alemania y de Japón.

Recuperación europea.

"Financial Times", edit.) (14-15 Mayo 1994)

La recuperación está en marcha en Europa occidental. El Reino Unido lleva la delantera, tras ocho trimestres de expansión. Su producción se ha situado, por fin, a los niveles anteriores a

la crisis. Pero otros países se están esforzando por alcanzarle. La reducción por sorpresa, esta semana, del tipo de descuento en Alemania -con lo que queda en el 4'5 por ciento- ha de permitir más recortes de los tipos de interés en el mercado monetario. Pero mientras los tipos continentales deberían disponer aún de nuevas posibilidades de descenso, los de Gran Bretaña podrían haber alcanzado ya el límite inferior de su recorrido.

Llegado 1995, el crecimiento económico de Alemania, Francia e Italia puede haber alcanzado al del Reino Unido, como así lo acaba de prever la Comisión Europea. Esto no es en absoluto malo para Gran Bretaña. Unos mayores impuestos reducirán la demanda interna de los consumidores. Por esta razón, sobre todo, la Comisión pronostica que el crecimiento británico se frenará algo de aquí a 1995, pasando del 2'5 al 2'3 por ciento. Por consiguiente, el Reino Unido deberá confiar más en la demanda exterior, razón por la cual resultará imprescindible una fuerte recuperación en el continente.

Desgraciadamente, tal recuperación no es muy vigorosa. En Francia, por ejemplo, el producto interior bruto ha crecido lentamente desde que alcanzó un mínimo en el primer trimestre de 1993, y se halla todavía un 1'6 por ciento por debajo del máximo del primer trimestre de 1992. Las estimaciones del gobierno apuntan a un crecimiento de sólo un 1'4 por ciento este año. Sin embargo, los últimos datos parecen indicar que los resultados pueden ser mejores de lo que se ha dicho hasta ahora. La producción industrial ha subido en cada uno de los últimos cuatro meses y el número de personas con empleo fuera de la agricultura se elevó en los primeros tres meses de 1994, cosa significativa puesto que ha sido la primera subida trimestral desde 1990.

Se ha producido en Abril, en el mismo país, un ligero aumento de la tasa anual de inflación, que se ha situado en el 1'7 por ciento. Pero sigue siendo muy baja, tal vez porque la política monetaria es aún restrictiva, toda vez que el Banco de Francia sigue sujetándola a la de Alemania. Esto ha significado que bajara su tipo de intervención en línea con las reducciones alemanas del tipo "repo", a pesar de que la situación económica de Francia habría justificado una reducción mayor.

Sea como fuere, aunque la recuperación, en el continente, puede no ser fuerte, la tendencia es clara. Lo mismo es verdad por lo que a los tipos de interés se refiere. En Estados Unidos, lo mismo que en Gran Bretaña, el curso de éstos es al alza, o por lo menos no a la baja. En el continente han de seguir descendiendo y deberían situarse pronto por debajo de los del Reino Unido.

Los últimos recortes de los tipos han de acelerar la recuperación en el continente, si bien sea con lentitud, dado que la política monetaria afecta a la demanda sólo después de algún tiempo. El efecto de la misma puede ser apreciado con mayor rapidez a través del tipo de cambio. Pero esto no será importante en el caso de Alemania, cuyo comercio exterior se realiza en buena parte con países que sujetan sus tipos de cambio al DM.

La recuperación de Estados Unidos, ya en su cuarto año, está mucho más avanzada que la de Gran Bretaña, lo que explica que los tipos de interés norteamericanos se hayan elevado ya, con objeto de prevenir la inflación. El tipo para los fondos federales es ahora del 3'75 por ciento y parece inminente otra subida del mismo, a pesar del descenso inesperado, en Abril, de los precios a la producción. Si la política monetaria de Alemania sigue distendiéndose, el tipo de descuento del Bundesbank podría situarse hacia últimos de año por debajo del tipo para los fondos federales norteamericano. Esta evolución comparada de los tipos de interés de uno y otro país debería también contribuir al fortalecimiento del dólar, aunque esto dependerá asimismo de

otros factores, entre los que se incluye la credibilidad a largo plazo de la política monetaria de Estados Unidos.

La última disminución del precio del dinero decretada por el Bundesbank ha de mejorar las perspectivas de recuperación en toda Europa. Muchos países, y Francia en especial, necesitaban esta ayuda. Lo que se cuestiona es, sin embargo, si dicha medida está justificada, a la vista de las circunstancias que concurren en la situación monetaria de Alemania. No es frecuente, desde luego, que se ponga en duda la credibilidad antiinflacionista del Bundesbank. Pero el caso es que ha llevado a cabo un substancial recorte de los tipos a pesar del rápido crecimiento de la oferta monetaria, M3, que aumentó a una tasa anual, corregida estacionalmente, del 15 por ciento entre el último trimestre de 1993 y el pasado mes de Marzo. Esto está muy por encima del objetivo del 4/6 por ciento establecido para 1994.

El Bundesbank ha hecho saber que la reducción de los tipos estuvo justificada por las perspectivas de la inflación, situada en el presente en el 3'1 por ciento para Alemania occidental. También señala el Bundesbank que los menores tipos deberían contribuir a la reducción del crecimiento monetario al estimular a los inversores a transferir recursos de los depósitos bancarios a los fondos a largo plazo. Puede que tales argumentos sean correctos, pero también es cierto que chocan con el monetarismo tradicional del banco.

Si el Bundesbank se ha equivocado o no, sólo se verá al cabo de los años. Por el momento, las perspectivas de la economía europea son más bien alentadoras. Todo hace pensar que ésta se halla ante una etapa de expansión acompañada de una inflación relativamente moderada. Esto, por supuesto, es magnífico.

El desempleo, con todo, sigue elevado y esto es preocupante. En el Reino Unido, incluso después de dos años de expansión, hay todavía 2'72 millones de personas en la calle, lo que supone el 9'7 por ciento de la población activa. Ese porcentaje es incluso mayor en Francia, como lo es para el conjunto de Alemania, aunque no para la zona occidental.

Bienvenida sea la recuperación, pero que no se haga servir de excusa para sacar los problemas estructurales de la agenda europea.

¿Quién pagará las grandes obras?

"Alain Faujas, en "Le Monde"

Margaret Thatcher lo había dicho: "Ni cinco céntimos de dinero público para el túnel del canal de la Mancha". La moda liberal y la escasez de recursos de los Estados lo han exigido: desde mediados de los años 80, en Francia y en todas partes, lo que se pretende es que sean los capitales privados los que financien las obras de infraestructura (puentes, túneles, autopistas, vías férreas de gran velocidad) hasta ahora llevadas a cabo, en buena parte, con cargo a los presupuestos públicos. El razonamiento que inspira esta pretensión tiene el mérito de la simplici-

dad: o el proyecto es rentable, en cuyo caso no hay razón alguna para que la iniciativa privada no participe en él, o no lo es. En este último supuesto la financiación pública de la obra no haría más que agravar el déficit presupuestario. Lo "privado" se convierte así en la piedra filosofal.

Los teóricos de este sistema olvidan la vieja regla según la cual "las operaciones financieras no se prestan a la innovación" (1). La concesión, que consiste en confiar la gestión de un servicio público a una persona privada, que corre con todos los riesgos y peligros, existe desde hace mucho tiempo (2). Así es como se construyeron, por ejemplo, los ferrocarriles europeos y norteamericanos, o el canal de Suez, el siglo pasado.

A partir de entonces, los inversores han pasado, en materia de infraestructuras, por fases de entusiasmo -que dieron lugar a grandes obras y, frecuentemente, a no menores dificultades financieras- y por etapas de retraimiento, bien comprensibles, por cierto, toda vez que son numerosas las trampas que transforman en calvarios financieros las minas de oro ofrecidas a los accionistas. Todas las compañías de ferrocarriles del mundo han terminado mal. La apertura del canal de Panamá condujo a un escándalo internacional. Todas las sociedades francesas constructoras de autopistas se han salvado de la bancarrota gracias a la intervención del Estado, con una sola excepción, Cofiroute, que no ha tenido necesidad de la misma.

En general, los proyectos que empiezan mal fracasan pronto, como Orlyval, el metro automático que sirve al aeropuerto de Orly que el gobierno Chirac, en 1988, quiso presentar como un ejemplo de financiación privada y que ha dejado a los bancos una losa de mil millones de francos. En cambio, las concesiones que salen bien tardan diez o quince años en cumplir lo prometido. El canal de Suez, al igual que Cofiroute, estuvieron a punto de fracasar durante varios lustros antes de acabar devolviendo los empréstitos y de convertirse en empresas muy rentables. Habrá que ver dentro de cuatro o cinco años si el túnel bajo el canal de la Mancha ha de clasificarse en la primera o en la segunda de esas categorías.

¿Qué es lo que desestabiliza el proyecto mejor calculado y para el que existe una demanda potencial importante? En primer lugar, las modificaciones intempestivas por parte de los poderes públicos de los elementos de la concesión. Así, el aumento substancial de las plazas de parking del aeropuerto de Orly persuadió definitivamente al pasajero de vuelos aéreos de que le resultaba más cómodos utilizar su coche que Orlyval. Después viene el control insuficiente de los costes. Esto puede ser consecuencia de dificultades técnicas inesperadas (Panamá) o de mejoras incesantes incorporadas al proyecto inicial (Mancha).

Pero el riesgo principal reside en la mejor o peor suerte de las previsiones de tráfico y, por consiguiente, de las recaudaciones. "Cuando las previsiones se realizan al 100 por cien el proyecto no tiene problemas", explica Jacques Guerber, director general de Crédit Local de France, gran proveedor de fondos para infraestructuras y para colectividades locales. "Cuando el tráfico es inferior en un 30 por ciento a las estimaciones, uno debe ser paciente. Se paga la deuda principal pero debe esperarse mucho tiempo para remunerar al capital. Ahora bien, cuando uno se encuentra un 50 por ciento por debajo de las previsiones, o menos aún, -como fue el caso de Orlyval, que atrajo sólo el 30 por ciento del tráfico esperado- el proyecto se convierte en catástrofe. Si el negocio confirma entre el 50 y el 70 por ciento las esperanzas depositadas,

John Kenneth Galbraith, en "Breve historia de la euforia financiera".

<sup>(2) &</sup>quot;L'experience franÇaise du financement privé des équipements publics", bajo la dirección de Claude Martinand, Ed. Económica.

debe procederse a una reestructuración. Las acciones pierden su valor pero los banqueros pueden esperar recuperar la mitad o más de sus créditos".

Previsiones. He ahí la palabra mágica. No es nada fácil prever el comportamiento de los clientes potenciales. Tampoco lo es calcular el valor del tiempo según lo estima el usuario. ¿Cuánto está éste dispuesto a pagar para ahorrar una hora utilizando un túnel, un puente, una autopista? Los modelos matemáticos se muestran imperfectos, La valoración del tiempo no es la misma para el que se dirige al trabajo que para el que se va de vacaciones. Los modelos conocidos están adaptados a las autopistas de las zonas deshabitadas, no a las urbanas. Esto explica que fuera importante el experimento de una primera infraestructura urbana de peaje que permitiera verificar el comportamiento de los usuarios. Este fue el caso del túnel de Prado-Carénage que permite, desde 1993, ahorrar un promedio de 20 minutos eludiendo las aglomaraciones del centro de Marsella mediante el pago de 10 francos. El tráfico es el 70 por ciento del previsto, pero constituye un buen conejillo de Indias para los proyectos que sigan: 10 francos por 20 minutos ahorrados significan que, en la citada ciudad mediterránea, una hora vale 30 francos.

Se pueden extrapolar valores para otros proyectos urbanos. Así, el desvío exterior de Lyon podría funcionar sobre la base de 40 francos. Para los proyectos de vías subterráneas de la región parisiense se puede hablar -tal vez- de 50 francos. Pero si algunos esperan que los automovilistas estén dispuestos a pagar 80 francos, lo más probable es que sufran grandes desilusiones.

La mayor parte de los proyectos de infraestructuras no pueden remunerar, sin ayuda ajena, a los accionistas ni reembolsar los empréstitos. Las exigencias, cada día mayores, del medio ambiente y de la ordenación del territorio obligan a adoptar un sistema de financiación mixto. Los poderes públicos pueden ser requeridos para que aporten una parte apreciable de los fondos necesarios o para que garanticen un mínimo de ingresos, lo que les daría derecho a participar en los beneficios en el caso de que la sorpresa fuera positivo.

Si no es con participación pública no habrá nadie que quiera correr los riesgos de financiar las grandes obras de infraestructura. La Gran Bretaña ultraliberal sabe algo de esto, toda vez que está acumulando un retraso espectacular en materia de infraestructuras ferroviarias y de transporte por carretera. Su doctrina, en efecto, sigue siendo la misma: "Ni cinco céntimos para subvencionar proyectos de obras de infraestructura, cualesquiera que éstos sean".

Renace el sueño europeo de una moneda única.

(Tom Buerkle, de "Herald Tribune")

Las perspectivas de una moneda única europea para finales de esta década, consideradas como virtualmente inexistentes hace sólo unos meses como consecuencia de las repetidas crisis monetarias, son de nuevo consideras muy seriamente por políticos e inversores.

El renovado optimismo es consecuencia de la notable estabilidad de los tipos de cambio en Europa desde que se abandonaron los estrechos márgenes de posibles oscilaciones de los mismos en Agosto del año pasado. Es ésta una estabilidad que ha persistido a pesar del revuelo que se ha producido en los mercados financieros como consecuencia del reciente aumento de los tipos de interés a largo plazo en todo el mundo.

Con la significativa excepción de Gran Bretaña, los gobiernos europeos han seguido manteniendo sus políticas y sus monedas sujetas a las de Alemania, sin aprovechar la ampliación de los límites de las bandas para reducir los tipos de cambio agresivamente. "El resultado ha sido que su política monetaria, más sólida que nunca, se dirige ahora únicamente a conseguir el objetivo de la estabilidad cambiaria", escribió Heinrich Matthes, director general de asuntos económicos y financieros de la Comisión Europea en el último número de la revista alemana "Intereconomics". Este objetivo ha conducido a una inflación y a unos tipos de interés más próximos los unos de los otros, factor clave para poder avanzar hacia la unión económica y monetaria.

"No parece en absoluto disparatado contemplar la posibilidad de una unión monetaria para 1997 o 1999", las dos fechas citadas en el Tratado de Maastricht, dice Bruno de Maigret, secretario general de la Asociación para la Unión Monetaria de Europa.

Graham Bishop, economista de Salomon Brothers en Londres, advirtió recientemente a sus clientes que había una "probabilidad razonable" ("significant probability") de una moneda única entre algunos países de la Unión Europea para 1999, y que los inversores "no debían excluir la posibilidad" de que ello fuera un hecho en 1997.

No es en absoluto seguro que eso vaya a ser así. Europa deberá salir de la recesión si los países han de conseguir la convergencia económica que haga posible la moneda única, y la subida en más de un punto porcentual de los tipos de interés a largo plazo, este año, amenaza con interrumpir el proceso de recuperación. "Sin el inicio de una nueva etapa de crecimiento y sin la vuelta a un nivel aceptable de desempleo nos veremos condenados a una continua introspección y a una desesperación permanente", decía el Comisario de Economía, Henning Christophersen, en la última reunión anual de la Asociación para la Moneda Unica, celebrada en París a principios de este mes.

No obstante, los mismos mercados financieros que destrozaron el mecanismo del sistema de cambios en Agosto último contemplan ahora la eventualidad de una moneda única para el término de esta década.

Con la excepción de la libra británica y de la lira italiana, que se vieron obligadas a salir del SME en 1992, así como del dracma griego, que nunca formó parte del sistema, todas las monedas de la UE -fuera del escudo portugués- se cotizaban los últimos días dentro de un 4'5 por ciento de la vieja banda de fluctuación el SME.

Los tipos de interés a largo plazo también se han aproximado al centro alemán, el punto de referencia europeo. Los rendimientos de los bonos franceses a 10 años cayeron momentáneamente por debajo de los niveles alemanes, a finales del año pasado, pero incluso teniendo en cuenta que el descenso de la popularidad del gobierno Balladur ha actuado contra el franco en las semanas más recientes, el caso es que los rendimientos de los bonos franceses se han elevado hasta situarse a sólo un tercio de un punto por encima de los rendimientos alemanes.

Según Graham Bishop, el pequeño margen muestra que el mercado no prevé depreciación alguna del franco para los próximos 10 años.

El secreto de la estabilidad reside en la decisión adoptada el 1 de Agosto de 1993 de ampliar las bandas de fluctuación de las monedas a más o menos el 15 por ciento, frente al 2'25 por ciento anterior. Aunque juzgada en su momento como una prueba de la incapacidad de los gobiernos para defender sus cambios en un mercado con transacciones de 1 billón de dólares diarios, tal medida ha resultado eficaz para acabar con la especulación.

Al revés de lo que ocurría con el viejo sistema, en el que los estrechos límites y las obligadas intervenciones oficiales propiciaban las ventas sin riesgo, por parte de los especuladores, de monedas de la UE, con la esperanza de que una devaluación les proporcionara pingües beneficios, los tipos de cambio pueden ahora oscilar cómodamente arriba y abajo, con lo que se ha puesto fin a las apuestas de sentido único ("one-way bets"). "No pueden producirse ahora grandes movimientos especulativos, lo que significa que se han flexibilizado las expectativas por lo que a los tipos de cambio se refiere, lo cual, a su vez, ha hecho disminuir las presiones sobre los tipos de interés", escribe Heinrich Matthes.

Todo esto explica que cada vez se hable más de dejar los márgenes de fluctuación como ahora están, excluyendo su reducción en la fase final del proceso hacia la moneda única. Tanto es ello así que los ministros de Asuntos Exteriores comunitarios se negaron incluso a hablar de la posible ampliación de aquéllos en su reunión de Atenas del pasado mes. Según André Swings, jefe del departamento de cambios de Kredietbank en Bruselas, todo ello es muy razonable. "Cualquier vuelta a las bandas estrechas constituiría una invitación para que los especuladores atacaran de nuevo".

Basándose en las estimaciones de Salomon, Bishop dijo que Dinamarca, Alemania, Irlanda, Luxemburgo y Holanda podrían muy bien reunir los requisitos requeridos para la moneda única a últimos de 1996. En tal caso, la unión podría conseguir la mayoría necesaria para dar el salto definitivo si Bélgica y Francia recortan sus déficit presupuestarios y los sitúan por debajo del 3 por ciento de sus PIBs como así lo exige el Tratado de Maastricht.

Alcanzar una mayoría será más difícil si Suecia, Finlandia, Noruega y Austria se incorporan a la Unión el año que viene, toda vez que sólo el último de esos países cumpliría con el criterio del déficit.

La interpretación de las provisiones de Maastricht sobre los déficit presupuestarios se va a convertir en algo parecido a un partido de fútbol político en los próximos dos años. La Comisión está estudiando la manera de respetar la disciplina presupuestaria y se espera que presente un informe a los ministros de Hacienda sobre este tema en la segunda mitad del año en curso.

UEM: ¿en qué medida pueden moverse las porterías?

(Samuel Brittan, en "Financial Times"

A principios de Agosto de 1992, víctimas de los ataques de los especuladores, sucumbieron las viejas bandas del 2'25% de posible fluctuación de los tipos de cambio. En una reunión de urgencia de los ministros de Hacienda celebrada entonces se ampliaron dichas bandas hasta el 15% para arriba o para abajo de la paridad central. Las bandas fueron así tan anchas que de hecho supusieron la instauración de un sistema de cambios flotantes. Los euroescépticos apenas pudieron ocultar su júbilo. El colapso del Sistema Monetario Europeo, pensaron, no podía dejar de conducir más que al fin del proyecto de unión económica y monetaria.

Pero ocurrió una cosa extraña. El gobierno francés no se aprovechó de su nueva libertad en el contexto del SME cediendo en materia de tipos de interés sino que siguió vinculando sus acciones a las del Bundesbank. Y el franco, en vez de caer como lo hicieron la libra y la lira después de haber abandonado el Sistema, se recuperó. Se situó dentro de los viejos márgenes en Diciembre último, y ahí ha permanecido, con algunos altibajos, desde entonces.

Una experiencia parecida, con pequeñas variaciones, fue la que vivieron otros miembros "centrales" del SME, principalmente el franco belga-luxemburgués y la corona danesa. El florín holandés ha permanecido incluso dentro de límites más estrechos. Y el schilling austríaco -técnicamente fuera del Sistema- ha estado situado asimismo muy próximo al DM.

Puede discutirse, desde luego, si los gobiernos de Francia y de otros países hicieron bien en mantener sus monedas sujetas dentro de los límites de las bandas estrechas, a la vista del largo período de tiempo que Alemania ha mantenido elevados sus tipos de interés. Ahora bien, habiendo resistido todo ese tiempo, sería incomprensible que dicha posición fuera abandonada ahora, justo en una fase en que los tipos alemanes se aproximan a unos niveles perfectamente compatibles con las conveniencias de sus vecinos.

¿Y ahora qué? Una cumbre comunitaria ha de decidir, no más allá del 31 de Diciembre de 1996, si una mayoría de estados miembros reúne las condiciones necesarias para la adopción de una moneda única.

Tal cumbre puede establecer, para la creación de la UEM, una fecha cualquiera dentro de los años 1997 y 1998. Pero si a últimos de 1997 no se ha fijado una fecha, se entenderá que la tercera fase -es decir, la UEM- empezará a funcionar el 1 de Enero de 1999. Otra cumbre decidirá, por mayoría cualificada, qué miembros reúnen las condiciones necesarias. No hay un número mínimo. Las condiciones que deben reunir los participantes en la Unión son las siguientes:

- Una tasa de inflación "próxima a la de los tres miembros que hayan obtenido los mejores resultados".
- Que se produzca convergencia en materia de tipos de interés a largo plazo.
- Una situación sostenible de las finanzas públicas.

 El respeto de "los márgenes de fluctuación normales" del SME "por lo menos durante dos años, sin que se produzcan devaluaciones frente a cualquier otra moneda del Sistema".

Los dos países de la UE con una menor tasa de inflación son Francia e Irlanda (menos del 2 por ciento). El Reino Unido, Bélgica y Luxemburgo están empatados en la tercera posición, con el 2'3 por ciento. Siguen Alemania, con el 3'2 por ciento, y Holanda, con el 3'9 por ciento. La convergencia de los rendimientos de los bonos a largo plazo ha llegado a ser todavía mayor para los países centrales, estando situados a alrededor del 6'5-7 por ciento.

Más preocupantes son los requisitos fiscales. Un protocolo del tratado de Maastricht alude a un límite del déficit presupuestario del 3 por ciento del PIB y a una ratio deuda/PIB no superior al 60 por ciento. Sólo Luxemburgo e Irlanda cumplían estos requisitos el año pasado. El Bundesbank se ha mostrado siempre particularmente exigente en este campo, razón por la cual puede pensarse que difícilmente aceptaría el abandono del DM si tal criterio fuera a ser gravemente violado. Con todo, se ha de recordar que el mismo tratado de Maastricht proporciona una cláusula de escape al señalar (Artículo 104c) que podría aceptarse un mayor déficit si éste es "excepcional y temporal", o si el déficit tiende a reducirse.

La condición clave sigue siendo el comportamiento de los tipos de cambio. El tratado no dice nada sobre la banda del 2'25 por ciento. Por consiguiente, en teoría, los miembros podrían establecer que los márgenes normales son los actuales del 15 por ciento. Pero sería inconcebible que decidieran crear la unión si los tipos oscilaran dentro de todo lo ancho de la banda.

Francia y otros países no están dispuestos a tentar el destino reestableciendo, en un futuro previsible, una banda estrecha de posibles fluctuaciones. Lo que hacen, en cambio, es cometer un crimen todavía mayor, a juicio de los euroescépticos: seguir la sombra del DM. Esto significa que frente a cualquier ataque de los especuladores no habrá un muro, una banda estrecha, que dificulte la huida, pero esto no será un obstáculo para que las políticas monetarias se fijen como objetivo el mantenimiento de las monedas respectivas próximas al DM.

Con todo lo cual se llega a la conclusión de que si las monedas centrales permanecen *de facto* próximas a sus tipos centrales, los correspondientes gobiernos pueden ir directamente hacia la unión monetaria circundando ("bypassing") la fase de una banda más estrecha. Esa ruta ha sido contemplada, para tales países, por diversos expertos, entre los que se encuentra Eddie George, gobernador del Banco de Inglaterra.

El paso crucial previsto por el tratado de Maastricht es que los países participantes declaren la "paridad fija" de sus monedas. Después de esto -y de mucha preparación- las monedas actuales serían substituidas por la moneda única.

Todo eso no podría ocurrir más que después de que la Unión Europea hubiera salido claramente de la recesión, y después también de que la reunificación alemana hubiera dejado de distorsionar la política económica. Algunos gobiernos podrían entonces actuar con rapidez mientras las circunstancias continuaran siendo favorables y antes de que demasiados países hubieran seguido el camino actual de Italia de incorporar a muchos euroescépticos en los altos puestos del poder.

Para aquellos que no son ni federalistas ni nacionalistas, las cuestiones importantes son claras. Una moneda única significa una política monetaria unitaria que convenga a la UE como

conjunto, de la misma manera que la política de la Reserva Federal es diseñada para todo Estados Unidos y no pensando en las necesidades particulares de California o de Nueva Inglaterra. Lo que se trata de saber es si las ventajas de una menor incertidumbre y de unos costes menos elevados de las transacciones compensarían las desventajas de no poder llevar a cabo una política más adaptada (dentro de ciertos límites) a las necesidades de los países concretos. Además, ¿qué ganarían los países de escasa credibilidad en la lucha contra la inflación sustituyendo su propia moneda por otra respaldada por un banco central europeo concebido según el modelo del Bundesbank? ¿Estaría el nuevo banco central común lo suficientemente atento ante posibles movimientos contractivos de la demanda nominal como lo estaría ante cualquier señal de aumento de la inflación?

Renace el optimismo sobre la Unión Económica y Monetaria.

(Julie Wolf, en "The Wall Street Journal")

Sir Leon Brittan, el comisario europeo para el comercio exterior, provocó un revuelo en su propio Partido Conservador británico cuando dijo que la moneda única europea podía ser una realidad en 1999. En el continente, tal comentario no suscitó sorpresa alguna.

La razón de esto último no es la apatía. Se debe, simplemente, a que la opinión expresada por Brittan es bastante compartida entre los políticos y los empresarios europeos, que cada día creen más en la posibilidad de una unión económica y monetaria para antes de fin de siglo. De hecho, las eventuales controversias que se suscitan en el continente a propósito de esta materia se centran, no en la unión misma, sino en el número de países que la constituirán inicialmente si no todos los miembros de la Unión Europea están en condiciones de formar parte UEM desde el primer momento.

El nuevo optimismo supone un cambio radical frente al desánimo y a la incertidumbre que siguieron a la crisis monetaria de Agosto del año pasado, cuando una especulación masiva obligó a los países europeos a abandonar las bandas estrechas del mecanismo de cambios. El establecimiento de bandas más anchas, que permiten que las monedas oscilen dentro de un margen del 15 por ciento a partir de un cambio central, fue contemplado entonces por los mercados y por los políticos como una prueba de que los países comunitarios estaban muy lejos de conseguir una aproximación de sus economías susceptible de conducir a la unión monetaria.

A partir de entonces, sin embargo, se ha recuperado la estabilidad de los cambios, y la mayoría de las monedas de la Unión oscilan dentro de los viejos límites del 2'25 por ciento. Alexandre Lamfalussy, presidente del Instituto Monetario, le dijo al Parlamento Europeo, hace pocos días, que "la estabilidad cambiaria que se manifiesta en los mercados forma parte de un proceso de autoafirmación". Al mismo tiempo, Lamfalussy se pronunció contra una vuelta próxima a los márgenes más estrechos, subrayando que los actuales del 15 por ciento no constituyen necesariamente un obstáculo en el camino hacia la unión monetaria.

En la Comisión Europea, la entidad que con mayor energía apoya la creación de dicha unión, se señala que, con la excepción de Gran Bretaña, los países comunitarios no utilizaron la crisis del mecanismo de cambios para liberarse de la política del Bundesbank alemán y para proceder a devaluaciones competitivas. "Habiéndose consolidado la cultura de la estabilización de precios, ya no es necesario ejercer un control a través de unas bandas limitativas", dice un alto funcionario de la Comisión.

Esta no ha decidido aún si está o no a favor de la eventual vuelta a las bandas estrechas, y esto porque todavía no se ha manifestado un pronunciamiento de sus economistas sobre esta materia. Los economistas universitarios, en cambio, sí han hablado abiertamente del tema, habiéndose observado entre ellos diferentes tendencias.

En un documento de trabajo publicado por el Center for Economic Policy Research, de Gran Bretaña, Michael Artis, de la Universidad de Manchester, señala que se necesita una etapa de transición antes de la constitución de una unión monetaria plena. Durante dicha etapa, las bandas serían estrechadas y el Instituto Monetario Europeo ejercería funciones más relevantes en el campo de las políticas económica y monetaria.

Tanto Artis como otros plantean asimismo la posibilidad de que una vuelta a las bandas estrechas fuera precedida de un sistema más flexible de "bandas blandas" ("soft bands") en el que las monedas oscilarían fuera de sus límites durante algún tiempo antes de verse obligadas a devaluar. Los defensores de esta propuesta afirman que unas bandas menos rígidas evitarían que los especuladores pudieran repetir las "apuestas de dirección única" que llevaron al colapso del SMI, el año pasado.

Pero ni siquiera los optimistas pueden ocultar su preocupación ante la posibilidad de que los países de la UE no estén en condiciones de cumplimentar los criterios de convergencia establecidos en Maastricht. Esta circunstancia crea no pocas dudas sobre el calendario para la unión.

Aunque muchos países miembros estarán este año en condiciones de cumplimentar las exigencias sobre inflación y sobre tipos de interés a largo plazo, no es éste el caso en lo relativo a las finanzas públicas. Según el tratado, un país, para formar parte de la unión monetaria, debe tener un déficit presupuestario inferior al 3 por ciento del producto interior bruto y una deuda pública que no supere el 60 por ciento del mismo PIB.

En el presente, sólo Luxemburgo reúne tales condiciones. A medida que Europa salga de la recesión el panorama mejorará, sin duda, pero se hace difícil ver cómo países como Bélgica e Italia pueden alcanzar el nivel del 60 por ciento de deuda. Henning Christophersen, el comisario para economía, estima que hará falta un crecimiento del 3 ó del 3'5 por ciento, así como un control riguroso del gasto, para que la mayoría de los países de la UE alcance a cumplimentar dichos criterios en 1998, un año después de la primera fecha citada en el tratado como posible para el comienzo de la unión monetaria.

#### La OCDE debe pasar a una velocidad superior.

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Le Monde" de 30 de Abril. Su autor es Nigel Lawson, antiguo ministro de Hacienda (1983-1989) de Margaret Thatcher y candidato a la sucesión de Jean-Claude Paye como Secretario General de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Desde que dejé el gobierno, hace cinco años, la economía mundial ha cambiado de naturaleza. Las primeras señales de ello eran ya perceptibles entonces, pero su efecto acumulado conferirá al mundo de los años 90 una fisionomía radicalmente diferente de la de los años 80, con nuevos retos y nuevas exigencias. Cuatro son los factores que han dado lugar a esta transformación.

Desde el hundimiento del imperio soviético y de la revelación de la magnitud de su fracaso económico, existe casi un consenso mundial sobre la idea según la cual la economía de mercado es la única base posible de mejora de los niveles de vida.

Segundo, ahí está el Asia emergente, nuevo motor de crecimiento económico, lo que es relevante no sólo para la región sino también para el conjunto de la economía mundial.

Tercero, debe contarse que la transformación no tan rápida, pero no menos profunda, de la Europa central y oriental, que se está esforzando por liberarse de las estructuras dirigistas y por convertirse con más o menos éxito a la economía de mercado.

Estos cambios se producen en el marco de una economía que se mundializa gracias a una libertad de los movimientos de capital que no se había conocido desde la Primera Guerra Mundial. Asistimos así al nacimiento de una nueva estructura de relaciones económicas internacionales, a la que los gobiernos deberán dar una forma concreta. El papel de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos debería consistir en ayudar a los diferentes gobiernos a alcanzar este objetivo obvio: la creación de una economía internacional abierta y próspera que englobe a prácticamente todos los países del mundo. Se trata de una posibilidad tangible, pero no es de fácil realización. Las alternativas a que se ha aludido más arriba no garantizan el éxito. Ocurre, en efecto, que los cambios positivos que se han sucedido los últimos años han dado a su vez lugar, paradójicamente, a la aparición de nuevos obstáculos.

La amenaza soviética actuó como elemento de cooperación entre los países occidentales y resultó muy positiva en el sentido de superar en buena medida las diferencias entre éstos. Con el fin de la guerra fría, universalmente celebrado, tal incentivo exterior a la cooperación desapareció. Cada día es más evidente cierta tendencia al establecimiento de un sistema de comercio dirigido.

En ese mismo terreno, la aparición de una competencia nueva y vigorosa, principalmente en Asia, junto con la tendencia de las grandes firmas a fabricar sus productos en las regiones de bajos costes, ha dado ya lugar -a pesar del final feliz de la Ronda Uruguay- a reacciones vehementes a favor de nuevas formas de protección.

Todo esto hace que sea urgente que la OCDE ayude a los gobiernos a instaurar un nuevo orden económico mundial. La OCDE está muy bien situada para llevar a cabo esta labor. Se trata de un foro único para la cooperación intergubernamental que, para objetivar las situaciones, cuenta con unos excepcionales medios de investigación y de análisis. Por lo demás, la OCDE ha tenido, desde sus orígenes, una misión clara: la promoción del progreso económico a través de la liberalización de las transacciones internacionales de todo tipo, y esto en un marco ordenado presidido por la cooperación.

La OCDE, desde luego, muestra interés por las cuestiones micro y macroeconómicas, pero es sobre todo la capacidad de análisis de los problemas estructurales la que le distingue entre las instituciones económicas internacionales. Nadie dudará de la importancia de tales problemas en el mundo actual, especialmente en el contexto del progresivo aumento del desempleo, cuyo nivel es incompatible con la noción de economía internacional abierta y próspera que constituye nuestro objetivo común.

Hará falta, pues, que la OCDE se adapte y, por consiguiente, pase a una velocidad superior. Está próxima a ampliarse, por primera vez en 20 años, con la adhesión de Méjico. La de Corea no puede retrasarse ya mucho. Además, es deseable que se vaya ampliando todavía más al compás de las reformas que se vayan produciendo en el paisaje económico mundial. La OCDE ha establecido relaciones positivas con varios países no miembros, frecuentemente pensando en una adhesión futura. Tal proceso debe extenderse a diversas formas de colaboración con los países que, incluso sin reunir las condiciones necesarias para ser miembros de pleno derecho, representan una parte cada vez mayor de la economía mundial.

Si la OCDE, en esta perspectiva ampliada, quiere seguir siendo eficaz, o serlo aún más, debe racionalizar sus métodos de funcionamiento. No será fácil conseguirlo, pero no habrá más remedio que intentarlo. Mientras tanto, la OCDE podría mejorar su imagen mediante la publicación de sus interesantes estudios en una lengua libre de nebulasidades burocráticas. La circunstancia de que, contrariamente a lo que ocurre con otras instancias internacionales, no disponga de fondos que hayan de ser distribuidos, constituye, en nuestra economía fundada en el saber, un elemento de fortaleza y no de debilidad. Pero las publicaciones de la Organización deben ser más accesibles a ministros desbordados y han de poder ser utilizadas en mayor medida en el debate público.

La mejor fórmula para asegurar la prosperidad futura de nuestras poblaciones y de los países en vías de desarrollo es, sin duda, la instauración de una economía abierta y floreciente. Pero hay ahí también una dimensión política. Desde este punto de vista, el fraccionamiento y el fracaso podrían costar muy caro. Esto es evidente en la Europa central y oriental, pero también lo es en otras partes.

## ¿Ha llegado la hora de otra reunión de Bretton Woods?

(Reginal Dale, en "Herald Tribune")

Medio siglo más tarde ha llegado a ser casi realidad el sueño de los arquitectos del orden económico internacional de la postguerra. El año próximo -toquen madera- una nueva Organización Mundial del Comercio vendrá a añadirse al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial como la tercera pata de la gran tríada de instituciones multilaterales contemplada inicialmente en la conferencia de Bretton Woods de Julio de 1944.

Con el colapso del comunismo esas instituciones van siendo auténticamente mundiales, como así lo quisieron sus creadores. Sin embargo, resulta que en el momento en que la tercera pata va encontrando su sitio las otras dos dan muestras de envejecimiento. Tanto es ello así que no puede esperarse que duren medio siglo más, en su forma presente.

Con motivo de aproximarse el aniversario, tanto el Banco como el Fondo están siendo objeto de atentos análisis, de los que deberá salir el veredicto sobre lo que uno y otro han conseguido en sus primeros 50 años.

Las críticas más comunes sobre el Banco indican que éste ha perdido eficacia y sentido de la orientación. También se dice que ha intentado abarcar demasiado y que ha descuidado el medio ambiente.

Del Fondo se dice que es enjuto y mezquino ("lean and mean"), tal vez demasiado mezquino. Los países en vías de desarrollo le han acusado desde hace tiempo de establecer unas condiciones en exceso rigurosas para sus créditos y de carecer de sensibilidad política. Estas acusaciones se han reforzado últimamente con motivo de la gestión de la ayuda a Rusia.

Algunas de estas críticas apenas merecen ser consideradas, por lo insignificantes. Otras están perdiendo sentido gracias a ciertas rectificaciones (así el Banco presta cada día más atención a los problemas ambientales). Otras deberían llevar a ciertas correcciones (el Banco es aún poco flexible). Otras, en fin, son simplemente injustas.

La experiencia muestra, sin lugar a dudas, que países que han llegado a reunir las condiciones establecidas por el Fondo han prosperado, normalmente, en tanto que otros que las han rechazado no lo han hecho. Esto mismo será también verdad para Rusia.

Pero el principal reto, en los próximos 50 años, para esas instituciones, será su adaptación a un mundo radicalmente diferente. A lo largo del último medio siglo el mundo ha pasado de unos tipos de cambio fijos a otros flotantes, y los países industriales hace tiempo que dejaron de pedirle préstamos al Fondo, prefiriendo acudir a los mercados de capitales privados. El énfasis, en materia de filosofía del desarrollo, ha pasado de la ayuda pública a la inversión privada.

En la actualidad, los que fueron países en vías de desarrollo, particularmente en Asia, están entrando rápidamente en la liga de países industrializados, y la mayoría de los antiguos países comunistas han adoptado el sistema de economía de mercado. El equilibrio del poder económico

mundial muestra una disminución inexorable del peso relativo de los países occidentales que tan preponderantes fueron en el período de la postguerra.

Todos estos hechos producen el efecto, a largo plazo, de debilitar las instituciones de Bretton Woods. El FMI no cumple ya su misión original de estabilizar los tipos de cambio, y sus clientes son casi los mismos que los del Banco Mundial. Se trata de países de rentas medias y bajas.

Ambas instituciones verán cómo se reduce la base de su clientela a medida que los países se desarrollan y de que los antiguos países comunistas consigan hacer funcionar sus economías de mercado.

Dado que ahora son menos los sectores que se consideran adecuados para prosperar a través de la ayuda pública, las áreas de posible intervención de las instituciones disminuirán, al tiempo que se irán solapando y confundiendo las competencias y las actividades de una y otra.

¿Por qué, pues, no fundirlas?

La fusión tendría sin duda algunas ventajas. Se evitarían duplicidades, como las que pueden estar produciéndose en materia de análisis y de investigación; algunos programas y la ayuda técnica podrían racionalizarse; los costes se reducirían, posiblemente, y la institución fusionada podría ganar dinero vendiendo algunos de los valiosos inmuebles que una y otra poseen en Washington; etc.

Sin embargo, casi todo esto podría conseguirse sin necesidad de una fusión. Mucho más importante que ésta es que las instituciones lleven a cabo su cometido de una manera correcta y eficaz.

Hay ahí probablemente un papel útil para un policía bueno (el Banco) y otro para un policía malo (el Fondo) dentro de la gran tarea de llevar los países de todo el mundo en la buena dirección. Con todo, los argumentos a favor de una fusión se reforzarán en el futuro si el Fondo, de un modo especial, no consigue reinventar su misión.

En un mundo ideal, el FMI podría intentar una vuelta a su función original de poner orden a los tipos de cambio. En este sentido podría vigilar con mayor rigor las políticas económicas de los países, sermoneando a unos y a otros según fueran sus superávit y sus déficit. Pero es poco probable que esto suceda, por lo menos en un futuro próximo. Mientras tanto, lo mejor que podría hacerse sería utilizar las tres partes de la tríada para promocionar nuevas formas de cooperación intergubernamental, tal vez en un Grupo de los Siete ampliado o reformado de forma que reflejara mejor el nuevo equilibrio económico mundial.

Cabe pensar que los mejores cerebros del mundo harían bien si volvieran a Bretton Woods v diseñaran la arquitectura para los próximos 50 años.

Utilizado con cuidado, el término "productividad" puede resultar útil.

("The Economist", edit.)

"Competitividad es una palabra que no significa nada cuando se aplica a las economías nacionales. Los principales países del mundo no compiten de una forma significativa los unos con los otros". Estas afirmaciones, radicales y sorprendentes, las hace Paul Krugman, un profesor del MIT y probablemente el economista más creativo de su generación, en "Competitivity: A Dangerous Obsession", un ensayo que aparece en el último número de Foreign Affairs. ¿Puede estar acertado Krugman? A los gobiernos les gusta presentar sus políticas económicas como respuestas a las exigencias de la competencia global. A los electores les gusta la idea, lo mismo que a los periódicos y revistas, incluido "The Economist". Constantemente, en economía, se habla de "competitividad" como si esta expresión significara algo.

Y la verdad es que sí significa algo. "Competitividad" es un término demasiado útil para que podamos renunciar a él. Sin embargo, también es cierto que lo que dice Krugman tiene sentido. Electores, gobiernos y periódicos harán bien en prestar atención a lo que el profesor señala.

Para una firma individual, admite el mismo Krugman, el significado de "competitividad" es claro: una empresa es competitiva si está en condiciones de vender sus productos a los precios del mercado y ganar dinero. Una economía competitiva puede ser definida de una manera similar: se trata de una economía que exporta bienes y servicios con provecho a precios internacionales. Una firma puede llegar a ser competitiva, y esto mismo le puede ocurrir a una economía. Entre 1980 y 1985 el dólar subió más del 50%, incrementando los costes de Norteamérica respecto a los del extranjero. A las empresas norteamericanas se les hizo más difícil exportar con beneficios, y las que producían para el mercado interior tuvieron que hacer frente a una competencia exterior más dura. En otras palabras, la economía fue menos competitiva. Después de 1985 el dólar bajó, con lo que también bajaron los costes relativos. Norteamérica fue más competitiva.

Sorprendentemente para alguien para quien la competitividad de los países no tiene sentido, Krugman parece feliz con esta terminología. Por lo menos si se juzga por el uso que hace de ella en otras ocasiones. Su preocupación real no es lo que "competitividad" significa, sino lo que supone o implica. Y la verdad es que tiene razón cuando dice que tales implicaciones son en general mal comprendidas. Lo esencial es evitar la identificación absoluta entre empresas competitivas y economías competitivas. El paralelismo entre unas y otras se rompe casi de inmediato.

Mientras una empresa ha de cerrar si no es competitiva, una economía no tiene porqué hacerlo, y no lo hace. ¿Por qué es esto así? Primero, porque todas las economías producen la mayor parte de sus bienes y servicios para el consumo interior. Por muy poco competitiva que sea, la mayoría de sus negocios continúan funcionando. Segundo, cuando dos firmas compiten, una gana y la otra pierde. Cuando las que "compiten" (es decir, comercian) son dos economías, ambas pueden ganar, gracias a la ley de ventajas comparativas e independientemente de que una sea más competitiva que la otra. Tercero, mientras una firma no competitiva puede no estar en condiciones de bajar sus costes, una economía no competitiva está segura de poder hacerlo, de una forma u otra. Piénsese en un país cuya competitividad se ha visto erosionada por una racha de alta inflación. A su debido tiempo, su competitividad se vera restaurada, bien tras un

período de inflación relativamente baja, bien, a falta de eso, a través de una depreciación de su moneda.

Todo esto conduce a una conclusión cuya importancia apenas se puede exagerar. Para una economía, lo más importante no es la competitividad (la cual compara implícitamente un país con otro), sino la productividad propia (que no exige dicha comparación). Si Estados Unidos eleva su producción por trabajador un 1% al año, sus niveles de vida subirán en un 1%, aproximadamente, independientemente de que la productividad en el extranjero crezca más o menos que la norteamericana. Esta es la razón que le hace decir a Krugman que los grandes países no compiten en un grado apreciable los unos con los otros.

El razonamiento de Krugman es correcto, pero su conclusión global va demasiado lejos. La productividad de un país determina el nivel de vida del mismo. Pero ningún gobierno debería o podría olvidar la productividad relativa, y menos que nadie el gobierno norteamericano. La guerra fría fue, entre otras cosas, una competición económica. La victoria fue para el competidor más productivo. Norteamérica valora mucho su liderazgo económico, así como el poder político y militar que lo acompañan. Si su productividad crece más despacio que la de los otros países, tal liderazgo desaparecerá, antes o después.

Para los países que no son líderes, el crecimiento de la productividad en el extranjero puede servir como un punto de referencia. Si la producción por trabajador industrial creció en Italia en un 3'8% anual en los años 80, ¿cómo se explica que Francia, cuya productividad mejoró un 2'4%, no obtuviera un mejor resultado? Y los cambios en el crecimiento relativo de la productividad afectan realmente el bienestar de un país. Una economía que se retrase en materia de productividad se retrasará también en materia de rentas, es decir, será cada día más -en términos relativos- un país de bajos salarios. El declive de Gran Bretaña en la postguerra fue relativo, no absoluto, pero para el mismo país (y también para los demás) fue declive puro y simple.

El término "competitividad", aplicado a las economías nacionales, significa realmente algo. Los países "compiten", sí, los unos con los otros. Krugman tiene razón cuando dice que los gobiernos, utilizando el vocablo inoportuna y a veces demagógicamente, suscitan temores e inventan respuestas, comerciales o industriales, que resultan perjudiciales, olvidando otras políticas (como las inversiones en educación) que podrían conducir a mejores resultados. En un espléndido nuevo libro<sup>(1)</sup>, Krugman analiza ampliamente cómo un pensamiento económico acertado puede conducir a una mala política económica. Pero esto es lo que, en definitiva, es la política. La renuncia al término "competitividad" apenas supondría mejora alguna a este respecto. Las palabras son importantes, pero, desgraciadamente, no tanto como eso.

<sup>(1) &</sup>quot;Peddling Prosperity", por Paul Krugman Norton. Una recensión de esta obra aparece en el mismo número de "The Economist". (Nota del trad.)

## El extraño comportamiento del mercado financiero.

El artículo que se transcribe a continuación, de Eric le Boucher, apareció publicado en "Le Monde" de 19 de Marzo.

No se entiende nada. El 4 de Febrero, el banco central de Estados Unidos decide elevar un cuarto de punto los tipos de interés a corto plazo con el fin de evitar cualquier aumento de la inflación que pueda producirse como consecuencia de la recuperación de la economía. Los mercados financieros se asustan, literalmente. Sin embargo, la medida profiláctica de la Reserva Federal debía haberles tranquilizado, dado que el banco adoptaba una posición beligerante contra cualquier alteración de los precios. Pero la reacción que se produce es la opuesta: ¡vuelve la inflación! Este es el mensaje unánime e inmediato difundido por los financieros.

Más adelante, la Reserva Federal repite la operación en dos ocasiones, y en ambas los mercados reaccionan elevando los tipos de interés a largo. El 10 de Mayo, el mismo banco central decide no elevar los tipos. ¿Se produce entonces una baja de los tipos a largo plazo? En absoluto. Lo que hacen éstos es subir de nuevo. Desde Febrero, los tipos habrán aumentado casi dos puntos. "Si se traduce fuerte por débil, baja por alza, rápido por lento, se estará cerca de llegar a ser un operador del mercado", escribía, ironizando, la revista "Business Week".

La economía mundial ha reaccionado positivamente desde últimos del año pasado. Nada es aún del todo satisfactorio, por supuesto, pero las cosas van en la buena dirección, a juicio de todos los observadores de la economía. Pero no de los financieros. Los "mercados" tienen ideas diferentes, pasan la actualidad económica por el tamiz de su pesimismo presente, consecuencia, éste, de causas desconocidas.

El valor del dólar es otro ejemplo de ese estado de cosas. El billete verde debería mostrarse fuerte frente al yen y al DM, dado que la economía de Estados Unidos crece más deprisa que las de Japón y Alemania. Pero resulta que lo que muestra el dólar es debilidad. Los bancos centrales de todo el mundo han debido comprar dólares masivamente para sostener el curso de la moneda norteamericana.

Las bolsas mundiales se comportan asimismo de una manera rara. Deberían celebrar la reactivación general que ha de permitir que más y más firmas obtengan beneficios -y repartan dividendos- y lo que hacen, por el contrario, es disminuir las cotizaciones.

Lo mismo es cierto por lo que se refiere a los tipos a largo plazo europeos. En un momento en que ninguna futura inflación amenaza en Europa continental, los tipos a largo suben entre 1'30 y 1'50 puntos, debido a la influencia norteamericana. Sin razón alguna, pero no sin consecuencias, puesto que esta subida amenaza interrumpir una recuperación europea todavía frágil.

No faltan las voces que, tanto en Estados Unidos como en Europa, piden que se ponga límites al desarrollo de los mercados, a la vista de que la "desregulación" parece haber puesto en funcionamiento unos mecanismos difíciles de controlar, susceptibles de poner en peligro el crecimiento mundial y de convertirse en un riesgo incalculable, exponencial, sobre el mismo sistema financiero. Cuanto más vastos los mercados financieros, más racionales son, dicen los

economistas. El crecimiento del capitalismo financiero debería ser, Pues, beneficioso. Las "impurezas", debidas al peso excesivo de este o aquel actor, deberían quedar eliminadas, disueltas en la masa, con lo que el equilibrio real se aproximaría al equilibrio "óptimo" teórico. Las desregulaciones y la informatización de las salas de operaciones habrían debido reforzar estas ventajas, puesto que han hecho desaparecer todos los obstáculos a la circulación de los fondos (los controles de los movimientos de capitales) y a la difusión de las cotizaciones (que aparecen simultáneamente en todas las pantallas del mundo).

Pero lo ocurrido estos últimos meses permite pensar exactamente lo contrario. Los procedimientos informatizados automáticos de venta o de compra han hecho subir las sumas en juego hasta el importe inaudito de unos 15 billones de dólares, según las estimaciones más divulgadas. Cada día, mejor dicho, cada segundo, miles de millones de dólares se colocan y se descolocan en bloques febriles en busca del beneficio más rápido. Las desregulaciones financieras, más que aportar las ventajas esperadas, provocan frenesí.

El descubrimiento de estos fenómenos no es de hoy. Pero el caso es que en adelante ningún sector quedará fuera de su campo de influencia. La crisis financiera del otoño de 1987 puso en evidencia la mundialización de la colocación de títulos y la aparición de "burbujas especulativas". Más tarde, los ataques contra las monedas del Sistema Monetario Europeo, en 1992 y 1993, demostraron que esos mercados mundializados y unificados podían destruir en pocos días todos los mecanismos de estabilización de los tipos de cambio que los gobiernos desearan establecer. Incluso los mercados de bonos y obligaciones, que parecían inmunes por tratarse de inversiones a diez o treinta años, están y estarán contaminados. ¿Ha enloquecido el mundo de las finanzas?

En realidad se ignora prácticamente todo respecto a los mecanismos puestos en marcha en los últimos diez años. En el seno de los bancos, sólo unos extraños jóvenes especialistas están al corriente de los programas matemáticos supercomplejos de los que proceden esos nuevos productos llamados "derivados" (mercados a plazo, opciones, "swaps"). Ante el peligro de reacciones en cadena y de la posible propagación de banco a banco, las direcciones de las entidades empiezan sólo a instalar corta-circuitos. En el plano macroeconómico, la ignorancia es todavía mayor. ¿Cómo, por ejemplo, ha resultado Europa contaminada por la subida de los tipos norteamericanos? Parece ser que, antes de ser amplificada por el temor de un aumento de la inflación, esa subida tuvo su origen en una reventa masiva de títulos que hizo bajar las cotizaciones, con lo que subieron los rendimientos. Con la fuerte recuperación, los operadores se darían cuenta de que era más rentable prestar a los consumidores y a las empresas que conservar bonos del Estado.

Es bueno que el dinero salga de la burbuja financiera y vuelva a la economía real. Pero al hacer esto, los fondos de inversiones norteamericanos, bien dotados de mecanismos de retirada por capitalización, venderían masivamente sus títulos del Tesoro de su país, pero también los del Estado alemanes y franceses que habían comprado antes para diversificar sus carteras. Ejemplo: el Bundesbank lanzó, el año pasado, por primera vez, un empréstito a 30 años. Los inversores alemanes -que tradicionalmente compran para guardar- consideraron que 30 años eran muchos años. Como consecuencia de ello, el empréstito fue cubierto enteramente por la City y por Wall Street, donde la tradición es de comprar para revender. Esto es lo que se ha estado haciendo desde Enero, y esto es lo que explicaría que los tipos a largo plazo alemanes hayan resultado influenciados por los fondos de pensiones de Arkansas. Europa, así, ha caído en la trampa.

Globalización, informatización y consideraciones a corto plazo ("shorttermism") uniformizan todas las formas de ahorro. El buen sentido de ayer -"las inversiones a largo plazo se financian con imposiciones a largo plazo"- queda muy atrás. Las consecuencias de ello son múltiples. Como se sabe desde hace tiempo, los mercados limitan estrechamente el poder de los Estados. Los gobiernos, por ejemplo, se ven situados ante una prohibición de gravar el capital bajo la amenaza de ver cómo éste huye en masa. Los mercados "condenan" sin remisión a este o aquel país devaluando brutalmente su moneda, o bien obligándole a elevar considerablemente sus tipos de interés. Las políticas monetarias se ven amenazadas de ser puestas bajo tutela. En un momento en que los bancos centrales obtienen la independencia frente a los gobiernos, ¿caerán bajo la dependencia indirecta de los mismos jubilados de Arkansas?

La Reserva Federal, y también el Bundesbank, se sienten inevitablemente tentados de orientar sus decisiones en función de las reacciones de los "funds", incluso teniendo en cuenta que éstos cambian cada día sus perspectivas sobre la inflación norteamericana o sobre la masa monetaria alemana. Hay ahí un inmenso peligro. Los mercados no deberían ser más que elementos de transmisión a los particulares y a las empresas (la economía real) de las decisiones de los bancos centrales y no los destinatarios de dichas decisiones. En caso contrario, la política monetaria se convierte, en el mejor de los casos, en ilegible, y en el peor de ellos en algo condicionado por el contexto financiero sin conexión alguna con el mundo de la economía real.

El mismo riesgo de perversión aparece por lo que se refiere a la política de crecimiento. Los mercados se equivocan puesto que previeron, equivocadamente, que el Bundesbank no bajaría más sus tipos. Ocurre que el pesimismo de aquéllos limita la expansión norteamericana y asfixia la recuperación europea, y probablemente también la de Japón. Los gobiernos adoptarían medidas reactivadoras si no fuera porque los mercados las aprovecharían para crear dificultades. Se trata de una espiral diabólica.

Desde Febrero último, los mercados financieros internacionales parecen en disposición de acelerarse o de calmarse de acuerdo con racionalidades poco claras, pero que sin duda son potencialmente peligrosas. Los gobiernos se hallan mal equipados para disciplinarlas. Se ha podido pensar en dar marcha atrás e imponer "regulaciones" que limitarían la fluidez de los capitales mundiales (introduciendo costes a cada transferencia), pero esto es muy difícil. Haría falta una unanimidad mundial para evitar que los "funds" no se refugiaran en los paraísos fiscales. Incluso una coordinación limitada en el seno del grupo de los Siete Grandes chocaría con una fuerte oposición, salvo, tal vez, por lo que se refiere a un control prudente de los bancos.

La mejor manera de limitar el revuelo -dice el Bundesbank- sería atacarlo en su origen, reduciendo los déficit presupuestarios y la emisión de obligaciones del Estado, fuente en la que los especuladores calman su sed. Es una solución -aunque no la única- que podría llevar a la conclusión de que unos mercados locos obligan a los gobiernos a ser sensatos. ¿Hay alguien que lo crea así y que se tranquilice con ello?

# LAS MAS RECIENTES APRECIACIONES SOBRE LAS PERSPECTIVAS ECONOMICAS EN ALEMANIA

Marcha ascendente.

(Helmut Maier-Mannhalt, en el "Süddeutsche Zeitung")

Queda ya atrás la más profunda recesión del período de la posguerra. Lo que se viene perfilando en el horizonte desde el pasado otoño va adquiriendo rasgos más nítidos. Se trata concretamente de la paulatina mejoría del clima de la coyuntura en la parte occidental de Alemania, junto a una tendencia ascendente, ligeramente acelerada, en los nuevos estados federados. Claro que en estos últimos la base de partida era tan baja que ni tasas de crecimiento próximas al 10% son capaces de despertar decidido entusiasmo. Pero una cosa es importante: aunque la recuperación sea sólo moderada, parece conjurada la incertidumbre que flotaba sobre el desarrollo económico de Occidente. En cualquier caso, puede considerarse desterrado el peligro de una recaída, a pesar de factores negativos tales como las subidas de impuestos que han tenido lugar a principios de año.

#### Los impulsos originados por la exportación.

Esta visión de los hechos más que en datos de producción y crecimiento los últimos meses descansa en las abundantes informaciones sobre aumentos importantes en las carteras de pedidos que todavía no aparecen explícitas en las estadísticas oficiales. Estas noticias positivas provienen fundamentalmente de los sectores del automóvil y de la fabricación de maquinaria, tan vapuleados por la recesión. Esta tendencia se ha reflejado ya, por ejemplo, en las ventas del mayor grupo alemán, el Daimler-Benz AG, que ha dado cuenta de un incremento de las mismas del 15% en el primer trimestre. Audi ha anunciado un aumento de pedidos de los países de destino europeos del 25% y Mannesmann-Demag y Babcok hablan en sus informes anuales de expansión del empleo. Incluso Kugelfischer, una empresa que ha venido evolucionando en algunos momentos bajo mínimos ha podido contabilizar en los tres primeros meses del año un 7% más de pedidos. Podrían citarse más ejemplos, pero no debe olvidarse que el lapso de tiempo con respecto al cual se establece la comparación -el de hace un año- ha sido el punto más bajo del ciclo de la coyuntura.

La necesidad de hacer esta reserva a fin de evitar un excesivo optimismo, se desprende de la reciente encuesta realizada por el Instituto IFO entre 350 empresas, en general grandes, y en la que se les interroga acerca de su opinión sobre el futuro. La mayor parte de los sectores esperan también para el segundo trimestre de este año una producción neta apreciablemente más alta que en el mismo período del año pasado, si bien naturalmente, en un grado moderado. El Instituto ha detectado dinamismo sólo entre los fabricantes de bienes de inversión, calculando que habrá más bien estancamiento en algunas parcelas de la industrias de bienes de consumo

y de materias básicas. De acuerdo con el método empleado por este centro, el avance de la producción industrial neta será del 1,25%, el que viene.

Ahora bien, lo cierto es que la mejoría de la coyuntura se debe, en gran parte, a la creciente demanda del extranjero. Ya en el último trimestre de 1993 la expansión real de la cartera de pedidos del Oeste de Alemania desde otros países ha sido del 8,7% frente al año anterior, mientras que los pedidos procedentes del país mismo han caído un 4,1%. La misma tendencia parece confirmarse para los últimos meses para los que se dispone de datos. Todo ello refleja la circunstancia de que, por un lado, ha habido una fuerte expansión de la coyuntura, en los Estados Unidos y, por otro, los países de la Europa Occidental están también saliendo lentamente del fondo al que habían caído.

Les ha ayudado ciertamente la devaluación de sus divisas respecto al dólar y el yen. Así la lira italiana ha perdido en un año un 40% y un 62%, respectivamente, de su valor, lo que ha favorecido la posición competitiva del país, a pesar del clima no muy coadyuvante de los precios. Por cierto que, dentro de unos ciertos límites, la República Federal también ha sacado provecho de este fenómeno, ya que el DM se está valorando en comparación con el primer semestre de 1993 un 8% y un 25% menos también con relación al dólar y al yen. Este estímulo de origen exterior se ha puesto ya de manifiesto en las estadísticas de comercio exterior del año pasado, al registrarse un superávit de exportaciones de casi el doble del año anterior.

Si todo evoluciona según las previsiones, la moderada expansión irá acompañada de una tasa de inflación en descenso. La tasa del 3,2% de Marzo abre la esperanza a un 2 antes de la coma en el transcurso del año. Esta perspectiva es también la que está en la base de las rebajas de los tipos de interés decididas por el Banco Federal Alemán, así como de su intención de repetirlas con la finalidad, en definitiva, de, a través de una normalización de la estructura de dichos tipos, estimular las inversiones. Porque el enorme aumento de la masa monetaria en los últimos meses tiene bastante que ver con la circunstancia de que el diferencial entre tipos de interés a corto y a largo plazo sigue siendo insuficiente, por lo que demasiado dinero se orienta hacia los plazos de inversión cortos.

#### Sobre bases sólidas.

Aunque Alemania, no en último término gracias a los bajos intereses, salga de la recesión, lamentablemente nada cambiará en el campo del empleo. Con los 3.900.000 parados (2.640.000, en el Oeste y 1.260.000, en el Este) se ha iniciado indudablemente el descenso desde el máximo del invierno, pero la verdad es que ello no es mucho más que una reanimación estacional. En el promedio del año, habrá que contar incluso, aún llegándose al crecimiento esperado de algo más del 1%, con un incremento del desempleo. Esto ilustra una vez más el hecho de que la industria alemana haya creado ciertamente las condiciones para dar, mediante reestructuraciones en las empresas, saltos de productividad inusitados, situándose en cabeza en materia de productividad internacional, pero ello con la consecuencia de una escalada del paro contra la que hoy nadie es capaz de encontrar una solución. Ya no resulta extraño que, en vista de estas circunstancias, la coyuntura del consumo no haga progresos y que el comercio minorista registre en febrero prácticamente un estancamiento.

Sin embargo, a pesar del barullo de la campaña electoral en los próximos meses, no son malas las condiciones marco para el resto de este año. Probablemente tasas de inflación e interés en retroceso, acuerdos moderados de salarios en los sectores clave de la economía alemana, costes por unidad en fuerte disminución por reorganización de las empresas, así como

por la creciente producción -son factores positivos todos ellos para la reanudación, en un plazo previsible, de una vía satisfactoria de crecimiento. Para ello mucho dependerá naturalmente de que se consiga dominar el desbordante endeudamiento del Estado. Sigue echándose de menos un plan convincente para reconducir a medio plazo el endeudamiento neto a unas dimensiones razonables. En los meses anteriores a las elecciones al Parlamento Federal la gente esperará -por supuesto que inútilmente- a que llegue tal plan. El saneamiento de las finanzas del Estado será uno de los cometidos prioritarios del nuevo Gobierno Federal.

Una feria iluminada por los rayos del sol. En torno al clima económico en Hannover.

(Wolfgang Helmer en el "Frankfurter Allgemeine Zeitung").

La Dirección del certamen ha vuelto a tener suerte. Con los primeros rayos de sol, que han disipado las eternas brumas de Hannover, han llegado los primeros mensajeros de la recuperación económica. Puntualmente, al comienzo de la Feria, a la que gusta autodenominarse la mayor feria industrial del mundo, los observadores de la coyuntura han dado cuenta de los presagios de la reanimación. El Presidente del Consejo Superior de Cámaras Alemán, el empresario Hans Peter Stihl, que sin duda, no suele mostrar inclinación por los juicios injustificados, ha subrayado (después de la feria en tono menor del año pasado) el paso este año al tono mayor. También el Canciller Federal Helmut Kohl ha acertado bastante bien -esta es en cualquier caso la impresión- a transmitir su firme optimismo al campo de los empresarios que con el son cada vez más críticos. Además de esto, lo que puede haber impulsado el cambio del clima reinante es el alivio por el hecho de que la economía parece haber encontrado el camino para salir de lo peor después de un período calificado una y otra vez como el de la más profunda recesión de la posguerra.

A menudo se identifica la Feria de Hannover como el barómetro de la coyuntura. Sin embargo, esta metáfora no parece del todo adecuada. Sería más preciso el término termómetro, con el que puede determinarse el estado en que se encuentra el paciente que es la economía. Además, la Feria de Hannover no sólo muestra los estados y el ánimo actuales. Cada vez resulta más claro que en grandes acontecimientos de este tipo pueden crearse climas y puede influirse sobre los estados de opinión. En ningún sitio se dan cita en tan breve tiempo y en un espacio comparativamente tan reducido tantos políticos, empresarios, representantes de intereses y otras personas, tanto del país como del extranjero. Y en este entorno se ofrece la oportunidad de difundir mensajes.

El fenómeno en cuestión se ha puesto de manifiesto en la Feria Cebit de Hannover de este año, igual que fue el caso de la del año pasado. El escepticismo en el enjuiciamiento de la industria del proceso de datos y de la comunicación ha cedido el paso durante el certamen a una apreciación más positiva. Cientos de miles de personas se han dado cita, han intercambiado puntos de vista, han examinado productos y finalmente se han alentado unos a otros con un poco de este clima de auge se podría contagiar también a la feria industrial.

Esta sigue evolucionando. Por deseo de organizadores y expositores, hace tiempo que ha dejado de ser el escaparate de la economía alemana, -cuya potencia ha de alegrar al público en general- para convertirse en una concentración de ferias especializadas.

Aunque los sectores que exponen en Hannover sólo representan el 15% de todo el campo de la construcción de maquinaria, en parte, por la existencia de otras ferias especializadas, lo cierto es que estos sectores han de someterse en Hannover a la concurrencia internacional. Y este contraste parece haber tenido un resultado positivo, por cuanto que los oferentes alemanes parecen haber reafirmado su posición dominante en el ámbito técnico, aunque ello no rece para los precios.

Al igual que en este caso de la maquinaria, también los expositores de la industria eléctrica vuelven a registrar (después de la caída de los años anteriores) cifras crecientes de visitantes.

El informe de los institutos de la coyuntura alemanes.

## (Del "Neue Zürcher Zeitung" y del "Frankfurter Allgemeine Zeitung").

El punto de vista de que la recuperación económica alemana se ha iniciado o que al menos está en puertas, acaba de recibir un nuevo apoyo de carácter científico. El tradicional informe de primavera referido a la situación de la economía mundial y de la economía alemana, elaborado y presentado por seis institutos de investigación de la coyuntura, esboza para amplios ámbitos un panorama relativamente prometedor. El observador situado al margen capta aquí y allá expresiones como las de "producción creciente", "demanda en expansión" o "tipos de interés en descenso". En su mayoría, los expertos se han puesto de acuerdo en un pronóstico que fija para el año en curso en Alemania un crecimiento del PIB del 1,5% como promedio. Mientras que en la parte occidental del país la tendencia es sólo modestamente ascendente, parece que la expansión cobra en el Este nuevo impulso, toda vez que la industria transformadora empieza ahora también a apoyar a la construcción y al sector de los servicios.

### La exportación como motor.

En opinión de los autores, la fuerza impulsora de la expansión económica en la Alemania occidental es la demanda de exportación. Después de la caída del año pasado los economistas confían para 1994 en un crecimiento real de la operaciones con el exterior del 4,5%. Sobre todo partiendo del dinamismo que priva en los Estados Unidos y en numerosos países del Sudeste asiático, así como ante la expectativa de una reanimación en la Europa occidental, se estima que habrá un incremento de las exportaciones también sostenido cada vez más por una tendencia al alza de la inversión, de tal manera que en 1995 la demanda del exterior debería incluso reforzarse. Las circunstancias que prevalecen en torno a los tipos de cambio apenas preocupan a los autores, dado que es improbable una revaluación en Europa y que ha mejorado el año pasado la situación de la economía alemana después de la revaluación del yen y del dólar.

<b>EVOLUCION</b>	DE LA	<b>ECONOMIA</b>	EN L	A REPUBLIC	A FEDERAL	ALEMANA
		(Variacio	nes r	eales en %)		

	1991 <sup>1</sup>	1992¹	1994²
Consumo privado	2,3	0,1	-0,5
Consumo sector público	3,8	-0,7	0
Inversiones en instalaciones	4,2	-3,3	3,5
Equipos	-1,9	-11,4	2,5
Construcciones	9,5	3,1	4,0
Exportaciones	0,1	-9,5	4,5
Importaciones	2,6	-10,0	1,5
Producto Interior Bruto	2,1	-1,2	1,5
Producto Social Bruto	1,6	-1,8	-1,0
Saldo Financiación Sector Público (000 DM)	-78,5	-101,8	-100,0
Saldo Balanza Corriente (000 DM)	-39,4	-36,2	-28,0
Parados (en 1000)	2.978	3.419	3.820
Tasa Paro (en %)	7,7	8,9	9,9

Datos oficiales federal estadística.

<sup>(2)</sup> Estimaciones de los institutos.

<b>EVOLUCION</b>	DE	LA	ECC	AIMONO	EN	EL	<b>OESTE</b>	DE	ALEMANIA
			W 100						

(Variaciones reales en %)						
	1991¹	1992¹	1994²			
Consumo privado	1,7	0,0	-0,5			
Consumo sector público	3,2	-1,3	0,0			
Inversiones en instalaciones	1,1	-6,9	1,0			
Equipos	-3,9	-15,0	0,5			
Construcciones	5,5	-0,5	1,0			
Exportaciones	3,7	-6,1	4,0			
Importaciones	3,9	-9,5	2,0			
Producto Interior Bruto	1,6	-1,9	1,0			
Producto Social Bruto	1,0	-2,4	0,5			
Parados (en 1000)	1.808	2.270	2.600			
Tasa Paro (en %)	5,8	7,3	8,4			

<sup>&</sup>lt;sup>(1)</sup> Datos oficiales federal estadística.

Junto a la demanda exterior, los expertos aprecian también en la actividad inversora un vigor creciente debido a que el retroceso de las inversiones en equipos parece haberse detenido el pasado invierno. Habiendo adoptado numerosas empresas sus estructuras, reducido sus costes y mejorado así su rentabilidad en 1993, las inversiones han recuperado atractivo. A ello habrán de contribuir también la conclusión de convenios colectivos moderados la flexibilización de la

<sup>(2)</sup> Estimaciones de los institutos.

mano de obra, así como los intereses en descenso. A esto se une en distintos puntos del informe la certeza de que el Banco Federal seguirá recortando los tipos de interés, en vista de la distensión en el campo de los precios. Por ello, se acelerarán probablemente, sobre todo en el segundo semestre, las compras de instalaciones, manteniéndose a un nivel comparativamente alto las inversiones en construcción.

#### Intenciones ocultas de los consumidores.

Parece que el principal componente del lado de la demanda de la economía, el consumo privado, ha ocasionado algún quebradero de cabeza a los expertos. Si el año pasado la demanda de las economías privadas apenas avanzó, en el futuro más próximo podría seguir afectada por la creciente presión fiscal. Con aumentos salariales por convenio que, con un 2% de promedio, representan las tasas más bajas acordadas en toda la historia de la República Federal, y unos incrementos efectivos de retribuciones de ellos derivados de apenas el 1,5%, los autores del informe han calculado para el total de la masa de sueldos y salarios un retroceso de aproximadamente el 2%. Las rentas de transferencia podrían descender incluso en más o menos un 4%. Con todo, confían en un crecimiento de las rentas disponibles de las economías privadas de la parte occidental de Alemania del 1,5% que, con una tasa de inflación del 3% equivale a una merma real.

(Variaciones reales en %)						
	19921	1993¹	1994²			
Consumo privado	7,3	1,5	0,5			
Consumo sector público	7,2	2,6	0,0			
Inversiones en instalaciones	24,0	15,6	13,5			
Equipos	10,8	8,2	10,0			
Construcciones	36,2	21,2	16,0			
Exportaciones	12,9	1,0	12,0			
Importaciones	12,9	3,6	3,0			
Producto interior bruto	9,7	7,1	7,5			
Producto social bruto	10,3	6,2	6,5			
Parados (en 1.000)	1.170	1.149	1.220			
Tasa de Paro (en %)	14,8	15,1	16,0			

Datos de la oficina federal de estadística.

#### Una opinión divergente.

Parece que la discusión en torno a las posibles reacciones de los presupuestos privados a esta merma de renta ha sido tan controvertida durante la elaboración del dictamen que los institutos no se han podido poner de acuerdo en un pronóstico común. Cinco institutos (el HWWA de Investigación Económica, de Hamburgo; el Instituto IFO de Investigación Económica

<sup>(2)</sup> Estimaciones de los institutos.

de Munich; el Instituto de Economía Mundial, de la Universidad de Kiel; el Instituto de Investigación Económica, de Halle; el Instituto de Investigación Económica de Renania-Westfalia, de Essen) aun partiendo de gastos de consumo decrecientes, ponderan tan fuertemente la esperada disminución del ahorro que no temen del consumo privado, en general, un efecto de desaceleración demasiado importante.

El Instituto Alemán de Investigación Económica DIW, de Berlín, en cambio, se ha distanciado de este punto de vista previendo una propensión al ahorro comparativamente sostenida y, con ello, una apreciable moderación de la demanda interior debida al retroceso del consumo. Además, el DIW estima posible que continúen bajando las inversiones industriales, con lo que los expertos de dicho centro no han querido fijar el punto de inflexión de la evolución coyuntural hasta la segunda mitad del año. Por lo demás, ha habido unanimidad por parte de los expertos en lo que se refiere al desempleo. En efecto, han señalado que para eliminar el zócalo del paro se requería verdaderamente de una recuperación prolongada y sostenida.

## Llamada en favor de la desregulación.

Son estimulantes las observaciones sobre las finanzas del sector público o sobre la política económica. Los autores se pronuncian, en principio, en favor de una liberalización de la economía de gravámenes y regulaciones, mostrándose también contrarios a las primas de inversión. Mayoritariamente se lamentan asimismo de una política de la competencia demasiado transigente con las empresas suministradoras de energía, la banca, las aseguradoras y las empresas de tratamiento de desechos radiactivos, porque los elevados beneficios en las fases recesivas apenas permiten concluir que exista una fuerte competencia en los respectivos sectores. Los expertos argumentan igualmente con vehemencia en pro del saneamiento de los presupuestos del sector público. En cuanto a la política monetaria, se inclinan por una ligera elevación de los objetivos en lo que toca a la masa monetaria.

Casi todos de acuerdo en que hay recuperación.

(Del informe mensual sobre coyuntura del "Frankfurter Allgemeine Zeitung").

Las perspectivas de la economía alemana se han clarificado más aún.

Pasada la recesión y la estabilización, en el Oeste del país se ha iniciado ahora la recuperación en importantes sectores de actividad. En cuanto a los nuevos estados federados, se ha consolidado el crecimiento. La expansión parece allí cada vez más sostenida por fuerzas autónomas. El Ministro Federal de economía Günter Rexrodt se muestra incluso convencido de que la proyección de crecimiento del Gobierno Federal, así como el pronóstico de los institutos de investigación de la coyuntura para toda Alemania del 1,5% en términos reales, podrían ser superados.

Como en un haz se han atado en el mayor certamen de bienes de inversión del mundo que es la Feria de Hannover, las grandes líneas de la evolución de la economía mundial. El clima reinante entre los más de 6.800 expositores de 60 países, así como entre los visitantes denotaba optimismo. Las expectativas de ventas se han valorado como de apreciablemente mejores que en 1993. En la química, por ejemplo, uno de los sectores clave de Hannover, se informaba de que "la producción y las ventas aumentan visiblemente". No es por ello sorprendente que el Canciller Federal Kohl ("cambio hacia un panorama más positivo") y el Presidente del Consejo Superior de Cámara Alemán ("las carteras de pedidos se están llenando") se hayan mostrado satisfechos en Hannover.

Ya con anterioridad los estadísticos habían comprobado que en Febrero habían aumentado fuertemente la demanda y la producción en la industria transformadora. En comparación con Enero, la fabricación y los pedidos se han incrementado con extraordinaria intensidad en un 3% en términos reales en cada caso. Estos muestran que ahora también se han relanzado por primera vez las operaciones dentro del país, concretamente en un 2,5%. De los grandes sectores económicos ha sido el de las industrias de bienes de inversión el que se ha beneficiado, en una proporción superior a la media, de este tirón de los pedidos. Dentro de él han crecido más que proporcionalmente, en un 9% frente a Enero, los pedidos en la industria del automóvil. Esta evolución ha repercutido ya -parece- en la producción.

Con esto se confirma lo que desde hace ya casi doce meses viene anunciando el indicador de la coyuntura del "Frankfurter Allgemeine Zeitung", que engloba indicadores prematuros tales como las entradas de pedidos, el clima de los negocios y los anuncios de colocaciones: "las posibilidades de una reanimación de la coyuntura todavía este año han seguido afianzándose", según reza la valoración habitual. También el reciente análisis coyuntural del Instituto IFO prevé la continuación de la evolución positiva en la industria, que descansa fundamentalmente en una marcha favorable de la exportación. En la mayor parte de las ramas han mejorado, en comparación con la encuesta del último verano, las expectativas de producción de las empresas. Si en Agosto de 1993 se había estimado todavía que en 1994 habría un retroceso, las previsiones son ahora de un notable crecimiento. Se confía que el año que viene se seguirá consolidando el crecimiento. Según estas encuestas, el dinamismo proviene sobre todo de las industrias de bienes de inversión, especialmente las de maquinaria, vehículos automóviles y electrónica.

Un motivo esencial del cambio en la evolución coyuntural así como del enjuiciamiento positivo de los meses por venir reside en la mejoría notable de la situación en la exportación. En efecto, al haberse recuperado (lentamente) la coyuntura de algunos importantes socios de Alemania, ha vuelto a pulsar también -ya desde los principios del año pasado- pulsar también la demanda exterior de productos alemanes. Los impulsos de la coyuntura se han reforzado con una recuperación de la competitividad, porque las disminuciones de costes y las devaluaciones del DM frente al dólar y al yen han incentivado adicionalmente la demanda del extranjero. Después de las sensibles caídas de las ventas al exterior, sobre todo en la primera mitad de 1993, éstas se han reanimado ya a lo largo del segundo semestre, aunque partiendo de un nivel muy bajo. En Febrero de 1994 la exportación se incrementa en un buen 6% frente a Enero. En los dos primeros meses juntos se sitúa un 3% por encima de Enero/Febrero de 1993. El superávit de exportaciones viene a ser en este período, con casi 12.000 millones de DM, el doble del mismo período del año anterior.

Mientras tanto, parece que también se va despejando poco a poco el clima a nivel de consumidores. El Instituto de Investigación del Mercado GfK de Nuremberg opina que con una

recuperación de la coyuntura, con mejores perspectivas en el mercado laboral y en lo que se refiere a las rentas, así como con una inflación en trance de flexión, las ventas del comercio minorista deberán tender a crecer de nuevo aproximadamente a partir de mediados de año. El Instituto de la Economía Alemana de Colonia ha calculado que, como apoyo a la exportación, los consumidores han reducido desde 1991 la tasa de ahorro desde el 13,1%, al 11,1%. Cada punto porcentual menos de inflación aumenta ahora el margen de los ingresos reales sólo en el Oeste de Alemania en aproximadamente 18.000 millones de DM.

Mientras tanto, en el Este del país el tirón del desarrollo ha emprendido con intensidad creciente, desde los campos de la construcción y los servicios, en la industria. Después de los notables retrocesos registrados con anterioridad, los pedidos del interior se han incrementado en 1993 en casi un 20% en la industria transformadora. La producción industrial se expansiona, por primera vez con fuerza frente a 1992, en un 7,5%. Con ello, se ha detenido mientras tanto el retroceso del empleo en la industria. En el conjunto de la economía, y en opinión del Banco Federal, es posible que vaya ya tocando poco a poco a su fin la fase de destrucción de los puestos de trabajo.