

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	Pág.
He ahí, por fin, una previsión bastante optimista para la actual década	97
Los significativos silencios del Informe Económico anual del presidente de Estados Unidos	99
EE.UU.: ¿Recesión? ¿Recuperación? De momento, confusión.	101
El alarmante futuro del Presupuesto (y del desarrollo) norteamericano	103
¿Vuelve Bush al redil de la reaganomía?	104
¿Nuevo intento de reformar el sistema bancario en Norteamérica?	107
Alemania: el delicado problema de los aumentos salariales	109
¿Qué pasa en Suiza?	110
La reforma económica rusa todavía no ha fracasado	112
¿El fin de la inflación?	114
La lucha por conseguir la sede del banco central europeo	117

He ahí, por fin, una previsión bastante optimista para la actual década

El comentario que se transcribe a continuación, de Frances Williams, apareció publicado en *Financial Times* de 10 de Febrero.

Puede que no sirva de mucho a los políticos que este año han de hacer frente, en unas condiciones económicas más bien precarias, a contiendas electorales en Estados Unidos y en Europa, pero el caso es que los años 90 serán razonablemente buenos para el crecimiento en los países de la OCDE, y muy buenos, potencialmente, para las economías reformistas del Centro y del Este europeos.

Esta es la conclusión a que ha llegado Andrew Britton, director del National Institute of Economic and Social Research, de Londres, al término de un estudio reciente elaborado para las Naciones Unidas sobre el desarrollo en la posguerra de las economías de mercado⁽¹⁾.

Según Britton, si bien el crecimiento es fruto, en última instancia, de los avances tecnológicos, los países pueden crecer mucho más rápidamente de lo que esto supone a lo largo de muchos años tanto a través de la acción por alcanzar al que precede tecnológicamente como mediante un proceso de liberalización de mercados que se ha de traducir en una utilización más eficaz de los recursos.

Entre 1950 y 1973, período contemplado retrospectivamente como la "edad de oro", el Oeste europeo y Japón se vieron beneficiados por ambos factores. La productividad del trabajo, medida en términos de PNB por hora trabajada, se elevó en un 5'3 por ciento anual, como promedio, en Francia, Alemania, Japón, Holanda, y Gran Bretaña, frente a un 1'6 por ciento en la etapa 1870-1950.

En cambio, el 2'5 por ciento de crecimiento anual del PNB por hora trabajada en Estados Unidos en los años 1950-73 no fue muy distinto del que se registró entre 1913 y 1950. Situado este país en una posición más próxima a la frontera tecnológica (con un nivel absoluto de PNB por hora trabajada superior al de cualquiera de aquellos otros cinco países citados), y con una economía mucho más libre o desregulada, la "edad de oro" eludió los Estados Unidos.

"Todo da a entender que la característica distintiva de la 'edad de oro' no fue la rápida introducción de nuevos conocimientos, sino la más rápida difusión de éstos, así como la más eficaz utilización de tecnologías ya descubiertas", dice el estudio.

Este proceso, además, se vió facilitado por la abolición de muchas barreras comerciales y por las elevadas tasas de inversión, especialmente en Alemania y en Japón.

La "edad de oro" fue seguida de una "edad de frustraciones y de confusión". Britton presta escasa atención al "choque petrolífero" como posible explicación de la crisis que se inició en 1973, citando pruebas de que el impacto directo del "choque" fue pequeño. A su juicio, la crisis era inevitable.

(1) Economic Growth in the Market Economies, 1950-2000, por Andrew Britton, Discussion Papers vol.1, núm.1 (New York, United Nations Economic Commission for Europe, 31 págs.)

El margen de diferencia con Estados Unidos, en efecto, se había reducido casi del todo. Es más, en los años 70, Japón había superado ya a Norteamérica en muchos sectores. Además, poco era ya lo que se podía obtener de la transferencia de recursos de la agricultura a la industria, al tiempo que el trasvase de los mismos hacia los servicios pudo muy bien haber dado lugar a una reducción del crecimiento de la productividad. También se dió entonces un menor progreso hacia la liberalización comercial.

Por otra parte, Britton no acepta los argumentos ofrecidos por la OCDE y otros según los cuales el crecimiento económico se vio frenado por el auge del sector público. Los ingresos públicos como porcentaje del PNB, pasaron del 32'1 por ciento en 1973 al 35'6 por ciento en 1984. Este ligero aumento no pudo afectar de forma significativa a la productividad o al desarrollo, según Britton.

El informe se resiste también a aceptar las explicaciones según las cuales toda la culpa la tuvieron las medidas gubernamentales de restricción de la demanda adoptadas con el fin de limitar la inflación. Países que evitaron lo peor de ésta en los años 70 -como Alemania y Suiza- no consiguieron unas tasas de crecimiento mayores que los demás. Países que mantuvieron unas cifras bajas de paro (y una demanda relativamente elevada) no pudieron evitar una reducción del aumento de la productividad.

Sea como fuere, Britton subraya que el crecimiento fue menos firme, más "volátil", a partir de 1973, y que las pérdidas de producción en las recesiones de mediados de los 70 y de principios de los 80 no fueron compensadas con un mayor crecimiento en los años siguientes. Así, en los 80, la década de la "revolución conservadora" en Europa y en Norteamérica, el crecimiento de la producción media de la OCDE, del 2'8 por ciento anual, fue casi el mismo que en el período 1973-79, en que la expansión económica fue supuestamente obstaculizada por la creciente acción negativa del Estado asistencial.

Ahora bien, la recesión, que se precipitó por las estrictas políticas monetarias adoptadas para combatir la inflación, les costó a los países de la OCDE el 2'5 por ciento del PNB, una pérdida que puede resultar permanente.

La "revolución conservadora" intentó asignar recursos de una manera más eficaz a través de la desregulación de los mercados más que aumentando la tasa subyacente de progreso técnico, para lo que los mercados no son necesariamente los instrumentos más cualificados. Pero incluso en estas circunstancias, no pudo dicha "revolución" conseguir "una aceleración sostenida y general del crecimiento de la productividad". Esta, en el área de la OCDE, subió un 1'7 por ciento anual como promedio en los años 80, tasa que resultó muy superior, esto sí, en sectores y países específicos. Pese a ello, Britton es "moderadamente optimista" por lo que se refiere a las perspectivas hasta el final de la década. A su juicio, los años 80 dejaron a las economías de mercado en una relativa buena forma para aprovechar el potencial de crecimiento existente.

En ausencia de grandes incrementos de la inversión (bajo ahorro) o de la oferta de mano de obra (envejecimiento de la población), lo que ocurra dependerá principalmente del progreso técnico y/o de la utilización más eficaz de los recursos.

Utilizando, en cierto modo, la bola de cristal, Britton quiere ver que la reducción de los gastos militares, como resultado del fin de la guerra fría, podría traducirse en una disminución de los avances tecnológicos a largo plazo, aunque a plazo medio el crecimiento podría verse activado por la utilización más productiva de los recursos liberados.

La integración económica europea continuará promoviendo la eficacia. En cambio, existe la posibilidad de que fracasen las negociaciones comerciales en curso. Finalmente, Britton espera un corrimiento político de la derecha hacia el centro en Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania, pero no una vuelta a unas políticas más intervencionistas.

En el Este de Europa, el paralelo se ha de establecer con la Europa Occidental de los años 50. Existe el mismo potencial para un crecimiento rápido de la productividad, junto con una disminución de las regulaciones y con la expansión del comercio. Existe la misma necesidad de ir tras los conocimientos técnicos existentes y las mismas exigencias de capital.

En Occidente, no se puede esperar nada que se parezca a la posible fase fuertemente expansiva de la Europa Oriental, pero aún así el National Institute prevé un crecimiento anual del 2'6 por ciento en la etapa 1993-95 y del 2'8 por ciento en 1996-99 para los siete mayores países industriales.

"No pronosticamos una nueva 'edad de oro', de rápido crecimiento en las economías de mercado, pero sí preveemos un progreso continuado y, en general, unos mejores resultados que los de los años 70, e incluso que los de los 80", dice Andrew Britton.

Los significativos silencios del Informe Económico anual del presidente de Estados Unidos

(Michael Prowse, en Financial Times)

En una de las novelas de detectives de Conan Doyle, Sherlock Holmes llama la atención sobre el perro que no ladró en la noche del crimen. Pues bien, los que lean el Informe Económico del Presidente correspondiente a este año se sentirán sin duda perplejos ante una omisión similar. Se trata de la ausencia de un análisis detenido de la evolución del Presupuesto⁽¹⁾.

El informe, de 423 páginas, es el documento básico que elabora y publica el Consejo de Asesores Económicos del Presidente, en la actualidad dirigido por Michael Boskin, economista de la Universidad de Stanford. La Administración distribuye unos 45.000 ejemplares del informe, muchos de ellos a economistas, que lo consideran como una de las más autorizadas fuentes de información sobre la marcha de la economía norteamericana.

La mayoría de los economistas contempla la escasez de ahorro nacional como un problema clave de la economía. Tal problema se ve exacerbado, además, por los enormes déficit presupuestarios, que representan un ahorro negativo del sector público. Boskin olvida el déficit debido, presumiblemente, al hecho de que éste se ha deteriorado gravemente en los tres años que él ha presidido el Consejo de Asesores. El déficit de este año puede alcanzar los 400 m.m. de dólares, equivalentes al 6'7 por ciento del producto nacional bruto. Tal déficit es incluso mayor que los alcanzados en los años de Reagan.

Por primera vez, que se recuerde, la Casa Blanca no prevé una vuelta al equilibrio presupuestario a plazo

(1) The 1992 Economic Report of the President se puede adquirir en la US Government Office. Washington DC 20402-9328.

medio. Teniendo en cuenta el estado cíclico de la economía y otras circunstancias excepcionales (como el coste del salvamento de las entidades de ahorro y préstamo, o S&Ls), se prevé el déficit "estructural" se reduzca de 268 m.m. este año fiscal, hasta un mínimo de 190 m.m. en 1996, después de lo cual empezará a subir de nuevo como consecuencia del rápido crecimiento de gastos asistenciales como el de las atenciones sanitarias a las personas mayores.

Pero esta perspectiva es incluso, probablemente, demasiado optimista, como lo son otras predicciones similares realizadas por grupos independientes, como la Congressional Budget Office. La administración, en efecto, ha subestimado repetidamente el crecimiento del gasto y ha exagerado su capacidad para aumentar los ingresos.

Muchos economistas pueden sentirse defraudados por el hecho de que Boskin no se haya referido a los principales problemas que la economía tiene ante sí. Al ocultar unas tendencias fiscales adversas, lo que hace Boskin es tranquilizar a un Congreso que podría muy bien aprobar unos recortes impositivos mayores que los propuestos por Bush la semana pasada. Dada la tendencia del gasto, las cifras sugieren que los Estados Unidos necesitan un incremento impositivo de 2/3 puntos porcentuales del PNB si se quiere eliminar el déficit y reconstituir el ahorro nacional.

El informe ilustra la predicción presupuestaria según la cual la recuperación de la economía empezará en la primavera, acelerándose a medida que avance el año. Boskin espera que si el Congreso aprueba el programa "desarrollista" presentado por Bush, la economía crecerá en un 2'2 por ciento en 1992. Si las propuestas presidenciales son rechazadas, el crecimiento, según Boskin, será sólo del 1'6 por ciento. En los años siguientes, las correspondientes medidas asegurarán una expansión de alrededor del 3 por ciento, que será sólo del 2'6 por ciento en el caso de que el "paquete" propuesto por Bush no sea aprobado por el Congreso.

Hace justo un año, Michael Boskin (y muchos economistas del sector privado) pronosticó erróneamente que la recuperación empezaría en la primavera del mismo 1991. La salida de la crisis es más probable este año porque los tipos de interés son inferiores y porque las empresas y los individuos han empezado a pagar las deudas acumuladas en los años 80. De todas formas, las predicciones de un cambio inmediato de signo no se ven confirmadas de momento por los datos que se conocen.

Boskin no explica en su informe cómo el paquete de medidas propuesto por el Presidente elevará el crecimiento en 0'4 puntos porcentuales al año a lo largo de un plazo medio. La mayor parte de las modificaciones fiscales que se han sugerido -como es el caso de los incentivos para inversiones empresariales y para la adquisición de viviendas- son temporales, y costarán poco en ingresos perdidos.

Por consiguiente, se hace difícil ver cómo se va a propulsar el crecimiento, y no sólo este año, sino en ejercicios tan lejanos como 1996 y 1997. Algunos dirán que Boskin se ha visto sometido a una gran presión política y que ha exagerado el potencial económico de las medidas propuestas por el presidente.

Críticos de la política de la Administración han sostenido que una gran parte de la prosperidad de los años 80 fue pura ilusión. En este sentido, se ofrecen frecuentemente estadísticas que muestran que las rentas de las familias de clase media han permanecido inmóviles desde principios de los años 70. El informe de Boskin intenta refutar tal punto de vista.

Con todo, Boskin admite el punto básico de que una rápida desaceleración del crecimiento de la productividad en las dos últimas décadas ha dado lugar a que las rentas hayan aumentado mucho menos rápidamente que en los años que siguieron inmediatamente a la segunda guerra mundial.

La mayoría de los economistas cree que la razón fundamental de la menor inversión es la baja tasa de ahorro interno. Se estima que el ahorro neto total de los sectores privado y público ha bajado hasta quedar en el 2 por ciento, aproximadamente, del producto nacional neto a últimos de los años 80, lo que representa una reducción de alrededor del 75 por ciento en relación con las décadas precedentes. Esto ha sido debido principalmente al aumento de los déficit presupuestarios federales. Se trata de un perro que, según muchos analistas, debía haber ladrado insistentemente en el informe de Michael Boskin.

EE.UU.: ¿Recesión? ¿Recuperación? De momento, confusión.

Michael Prowse publica el siguiente comentario en *Financial Times* de 17 de Febrero.

Durante tres años, los pronosticadores profesionales se han mostrado extremadamente complacientes con la economía norteamericana. En el verano de 1990, la mayor parte de ellos creyó que los Estados Unidos evitarían la recesión. En la primavera del año pasado, casi todos estimaron que estaba apuntando una reactivación y que nos hallábamos en el inicio de una nueva etapa de crecimiento sostenido. La semana pasada, una reacción de las ventas de los grandes almacenes y de automóviles fue saludada entusiásticamente y presentada como prueba evidente de que la recuperación, por fin, había llegado. ¿Pero es realmente oportuno unirse a las celebraciones y declarar que la recesión es ya historia?

Mi reacción inicial es pedir mejores estadísticas. La confusión que a veces se origina con éstas es asombrosa. Según los datos publicados la semana pasada, las ventas al por menor subieron el 0'6 por ciento en Enero. Las revisiones de cifras anteriores señalaban que las ventas no habían sufrido variación en noviembre y diciembre, y no que hubieran bajado en un 0'5 y un 0,4 por ciento, respectivamente, según se había dicho con anterioridad. La noticia de que las ventas no descendieron, de hecho, antes de las Navidades, es muy positiva. Ahora bien, ¿hasta qué punto es cierto que se produjo un aumento de las mismas en Enero?. La primera cifra para noviembre era de + 0'3 por ciento; luego pasó a ser de -0'5 por ciento, y al final se dijo que la variación había sido cero.

Los datos sobre ventas de coches en los diez primeros días de febrero parecen ser más sólidos y de más valor como posibles indicios de una recuperación. Pero tampoco se trata de algo que merezca la pena escribir a casa para contarlo. Un ritmo de ventas anuales de 6'4 millones de vehículos es estimulante si se compara con el descorazonador de 5'8 millones que se había anunciado con anterioridad. Ahora bien, en los buenos tiempos, unas ventas anuales de 6'4 millones de unidades hubieran sido contempladas como prueba de una situación prácticamente recesional. Además, en este sector, al igual que en el detallista, las cifras son notablemente volátiles.

Los optimistas, con todo, tienen aún un tercer argumento para justificar su euforia. Se trata del crecimiento monetario. Las reservas bancarias -la base de los préstamos- han registrado tasas de crecimiento anual del

20 por ciento o más desde septiembre último. Sin embargo, los altos cargos de la Reserva Federal son bien conscientes de que, hace un año, una reactivación del crecimiento monetario acabó en nada. Las cifras, con todo, pueden justificar la actitud de espera del banco central por lo que respecta a los tipos de interés. En su testimonio de la semana que viene ante el Congreso, es probable que el presidente del banco, Alan Greenspan, repita sus palabras favoritas: que las facilidades monetarias ya establecidas serán suficientes para reactivar la economía.

Hasta ahora, las fábricas del país se han mostrado insensibles ante estas notas de optimismo. Esta misma semana, las buenas noticias sobre el aumento de ventas se vieron contrarrestadas por unas cifras de producción industrial mucho peores de lo que se había esperado (-0'9 por ciento para Enero). La caída principal fue en la producción de coches, pero afectó a los más variados sectores, desde los bienes de consumo a los de equipo y a las compañías de servicios. La temida reincidencia (*double dip*) de la recesión es así una realidad para la mayor parte de las empresas norteamericanas. En realidad, ha dado lugar ya a la pérdida de 300.000 puestos de trabajo desde el otoño.

Pero los optimistas siguen sin atender a razones, e insisten en que el descenso de la producción es cosa pasada porque fue la respuesta a la debilitación de la demanda en los últimos meses del año anterior. Ahora que la demanda se anima -dicen- la confianza de las empresas aumentará y la producción empezará a subir de nuevo. Así, después de un primer trimestre débil, la economía se recuperará a partir de la primavera. Todo esto es muy lógico. Pero no olviden dos advertencias a tener en cuenta. En primer lugar, las pruebas de una reacción de la demanda son todavía insuficientes. Y, lo que es más importante, la base del consumo sigue siendo débil: las tasas de ahorro son bajas, las perspectivas de empleo son aleatorias y las rentas reales apenas aumentan. En estas circunstancias, cualquier reactivación del gasto podría resultar de corta duración.

En términos económicos, si no políticos, el calendario exacto de la recuperación es menos significativo que las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Sobre este punto, las opiniones divergen notablemente. Si hemos de movernos con alguna seguridad, lo mejor es observar las exportaciones. La combinación del recorte de costes en la industria y de un dólar barato ha transformado las perspectivas de la exportación norteamericana, que ha estado ganando cuota de mercado desde mediados de los años 80. Según algunas mediciones, los costes alemanes se hallan ahora un 50 por ciento por encima de los de Estados Unidos. Lejos de perder competitividad -dicen algunos economistas- la industria norteamericana se halla en realidad en mejor forma que en cualquier otro momento desde los años 60. Por consiguiente, no tiene sentido alarmarse ante el futuro.

En todo, los que contemplan de cerca el sector público difícilmente compartirán tal estado de satisfacción. Dado el descenso de la inflación -dicen éstos-, los notables aumentos de los rendimientos de los bonos -de nuevo situados en el 8 por ciento- no pueden reflejar más que una alarmante preocupación por el futuro del sector público. Incluso en el caso de que las reducciones impositivas para las clases medias -propuestas por los demócratas del Congreso- sean financiadas con un aumento de los tipos marginales de los ricos (cosa del todo en el aire, por el momento), las perspectivas son de otra década de enormes déficit.

Estos mares de tinta roja representan un ahorro público negativo. Las consecuencias, a largo plazo, de un ahorro y de una inversión bajos son terroríficas. En un reciente seminario celebrado en el marco de la Brookings Institution, el conocido centro de estudios de Washington, los economistas participantes sostuvieron que el potencial de crecimiento sostenido de la economía norteamericana puede que sea sólo de un nimio 1'7 por ciento anual. Pese a ello, las posibilidades de que los políticos de ambos partidos tomen medidas serias para mejorar el crecimiento de la productividad son casi inexistentes. A mi juicio por lo tanto, los pesimistas llevan todas las de ganar en un debate cada día más complejo.

El alarmante futuro del Presupuesto (y del desarrollo) norteamericano

Michael Prowse, en *Financial Times*

La Administración Bush desvelará mañana sus planes para el año fiscal de 1993, lo hará en medio de una situación económica incierta que tiene como telón de fondo unas perspectivas muy problemáticas, a medio plazo, por lo que al déficit federal se refiere.

En efecto, "el futuro del déficit es mucho más preocupante de lo que se pensó cuando el Congreso y el Presidente alcanzaron el famoso acuerdo en el otoño de 1990", advirtió la semana pasada la Congressional Budget office (CBO). Hace ahora un año la Administración utilizó dicho acuerdo -por el que el déficit se reduciría en 500 m.m. de dólares en cinco años- para justificar sus proyecciones optimistas. Tanto es ello así que Richard Darman, el director del Presupuesto, incluso pronosticó un ligero superávit de 14 m.m. para 1996.

La CBO, creada para proporcionar un asesoramiento no partidista al Congreso, cree ahora que tales proyecciones son erróneas, y así, en su valoración presupuestaria de la semana pasada, previó sólo una reducción muy gradual del déficit, el cual pasaría de los 352 m.m. de este año a 170 m.m. en 1996, fecha en que, además, empezaría a subir de nuevo para situarse en 407 m.m el año 2002.

Si se excluyen las distorsiones resultantes del rescate de las entidades de ahorro y préstamo y de la guerra del Golfo, el déficit, según las cifras de la CBO, no bajara de los 200 m.m. de dólares -equivalentes al 3 por ciento del PIB- en ningún momento de la próxima década. Es más, en 2002 el déficit habrá subido hasta alcanzar el 4'1 por ciento del producto interior bruto; es decir, el mismo nivel que se espera para el año fiscal de 1993.

Un déficit presupuestario supone un ahorro negativo del gobierno federal. La proyección de la CBO de una década de grandes déficit indica que, si las políticas no cambian, los Estados Unidos no estarán en condiciones de elevar su baja tasa de ahorro nacional, cosa que, a su vez, implica una baja tasa de formación de capital y un crecimiento económico modesto.

¿A qué se debe el deterioro de las perspectivas por lo que al déficit se refiere?. Para el corto plazo, la culpa es de la recesión, mucho más prolongada de lo que se pensó. El año pasado, la Administración previó una recuperación que iba a empezar en el verano de 1991. Esto no fue así, y muchos economistas creen ahora que la crisis que empezó en julio de 1990 va a ser la más larga desde la segunda guerra mundial.

La mayoría de los pronosticadores, entre los que se incluye la CBO, trabaja ahora sobre la base de una débil recuperación para la segunda mitad de este año, pero pocos son los que están seguros de que ésta se produzca, y menos aún los que esperan que la expansión vaya a superar un precario 2 ó 3 por ciento anual.

A largo plazo, la CBO atribuye las sombrías perspectivas presupuestarias a las proyecciones que se hicieron sobre la tendencia del gasto. Para el caso de que se consiga evitar reducciones impositivas

permanentes en el inminente proyecto de Presupuesto, las esperanzas son que los ingresos federales aumentarán ligeramente como proporción del PIB, pasando del 18'9 por ciento este año al 19'2 por ciento en 1995, manteniéndose a este nivel en lo sucesivo.

No obstante, su pronóstico para el gasto muestra que éste alcanzará o superará el 22 por ciento del PIB durante la mayor parte de la década. Los gastos discrecionales -defensa y programas internos- van a bajar año tras año, pero se verán más que superados por la subida de los gastos ineludibles, como pueden ser los destinados a financiar los cuidados sanitarios de viejos y pobres, o las pensiones.

Este último gasto, estimado en 708 m.m. de dólares este año, es ya el doble que el de defensa. Su crecimiento, por consiguiente, puede superar fácilmente cualquier "dividendo de la paz", por grande que éste sea. El servicio de la deuda, por otra parte, seguirá siendo otro de los grandes capítulos del Presupuesto, absorbiendo el 3'5 por ciento, o más del producto interior bruto.

La CBO llega así a la conclusión de que "es urgente un nuevo acuerdo sobre reducción del déficit si se quiere contener el drenaje del ahorro nacional que lleva a cabo el gobierno".

El Presidente, George Bush, ha prometido introducir medidas destinadas a estimular el crecimiento a largo plazo. Sin embargo, lo cierto es que la mayoría de las decisiones que se esperan -exenciones fiscales para las familias con hijos pequeños, facilidades crediticias para los adquirentes de primeras viviendas, amortizaciones aceleradas, etc. -parecen apuntar principalmente al corto plazo.

La habilidad de Darman y su creatividad contable conducirán a una presentación brillante de las perspectivas presupuestarias a largo plazo. Sin embargo, los analistas que pretendan valorar el potencial económico de Estados Unidos para más allá de los años inmediatos buscarán con afán pruebas concretas de la contención del aumento de los gastos presupuestarios ineludibles o, en su lugar, del aumento de los ingresos.

En ausencia de una y otra cosa, las perspectivas para el ahorro y para la formación de capital seguirán siendo, casi con toda seguridad, muy precarias, cualesquiera que sean los recortes que se lleven a cabo en el presupuesto de defensa.

¿Vuelve Bush al redil de la reaganomía?

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en *The New York Times (Herald Tribune)*. Su autor es Milton Friedman; en la actualidad, "senior fellow" de la Hoover Institution y autor de *Money Mischief*, de inminente aparición.

Ronald Reagan fue el primer Presidente que fue elegido, en los años de mi vida, porque los electores habían llegado a querer oír lo que aquél había dicho durante mucho tiempo. Su mensaje en 1980 fue el mismo que el de 1964, cuando Reagan apoyó a Barry Goldwater.

Si Ronald Reagan hubiera sido el candidato entonces, habría sido aparatosamente derrotado, como lo fue Goldwater. Llegado 1980, Reagan no había variado sus ideas sobre lo que estaba mal de la economía, pero sí lo habían hecho los electores. Estos habían llegado también a la conclusión de que los mayores obstáculos al crecimiento eran los "elevados impuestos, las reglamentaciones excesivas y... los gastos públicos inútiles", por decirlo con las palabras utilizadas por George Bush en su reciente discurso sobre el Estado de la Unión.

Mi viejo maestro, Frank H. Knight, gustaba de contar el cuento de una manada de patos que volaba formando una V con uno de ellos en la punta dirigiendo a los demás. De vez en cuando los que seguían se desviaban tomando un rumbo distinto. El que iba delante, sin embargo, continuaba su vuelo, hasta que, llegado un momento dado, volvía la vista atrás y se daba cuenta de que nadie le seguía. Cuando esto sucedía se apresuraba para alcanzar a los demás y colocarse de nuevo al frente de la V.

Reagan no era este tipo de líder. Tenía principios firmes, se sirvió de ellos y consiguió resultados excelentes. Después de una recesión pasajera e inevitable -puesto que fue el precio de contener la inflación- los Estados Unidos vivieron la etapa expansiva más larga de la historia en tiempos de paz, etapa que fue acompañada de una apreciable reducción de la inflación y de los tipos de interés.

Bush puede tener sólidos principios en algunas materias, como es el caso en política exterior, pero está claro que no los tiene en cuestiones de política económica.

En 1980 calificó las propuestas de Reagan de "economía hechicera" (*voodoo economics*). Cuando, a pesar de todo, Reagan le eligió como compañero de candidatura, Bush cambió su discurso y elogió la reaganomía diciendo que era el mejor camino hacia la prosperidad. Su conversión se siguió manifestando a lo largo de toda la campaña electoral de 1988, con su promesa de no elevar los impuestos implícita en su famosa frase *read my lips*, o "ustedes ya me entienden".

Una vez elegido, Bush, con la cooperación y el aplauso de un Congreso demócrata y de algunos de sus colaboradores inmediatos, cambió el rumbo y adoptó una política que sólo puede ser definida como lo contrario de la reaganomía (*Reaganomics in reverse*).

La reaganomía tiene cuatro pilares: unos menores tipos impositivos, la desregulación, la limitación del gasto público y una política monetaria estable, no inflacionista. Reagan consiguió mantenerlos todos firmemente. No tan sólidamente como hubiese querido, pero sí en una medida aceptable.

El tipo superior del impuesto sobre la renta pasó del 90 al 28 por ciento, después de que un Congreso demócrata fuera todavía más allá de lo que el mismo Reagan había recomendado. Además -lo que fue también muy importante- las diferentes categorías del impuesto fueron indiciadas para tener en cuenta la inflación, con lo que se eliminó un importante incentivo de la misma.

Por otra parte, se abolieron las normas que regulaban los precios del petróleo, del gas y de otros productos, y se redujo en gran manera la posibilidad de establecer nuevas reglamentaciones.

Los gastos del Estado subieron como proporción de los ingresos hasta 1985, y esto debido en parte a las mayores asignaciones de defensa, y principalmente a compromisos contraídos con anterioridad. Ahora bien, a partir de dicho año, los gastos federales bajaron como porcentaje de la renta, y lo mismo ocurrió con el déficit. Ni un solo gasto civil nuevo y significativo fue aprobado durante los años de Reagan.

Reagan, además, no intentó nunca presionar a la Reserva Federal para que diera facilidades susceptibles de activar la inflación. Por el contrario, siempre propició una política monetaria antiinflacionista.

El contraste con la política de Bush es realmente sorprendente. Subió el tipo superior del impuesto sobre la renta, se establecieron nuevos impuestos y, no contento con esto, y renunciando a su compromiso de no elevar la fiscalidad, ha abierto el camino para la creación de nuevos gravámenes.

El gasto público ha subido rápidamente, tanto de forma absoluta como en proporción a la renta nacional, y lo mismo ha ocurrido con el déficit, que se ha casi doblado como porcentaje de la renta desde que Bush accedió a la Presidencia. Los mayores aumentos del gasto se han producido en el capítulo de atenciones sociales, al igual que en la época de Reagan, pero también los gastos interiores, así como las ayudas a los estados y a los municipios, han aumentado rápidamente.

Las reglamentaciones han proliferado, y esto tanto a través de normas legislativas propuestas o aceptadas por la Administración (tales como la *Clear Air Act* y la *Aid for Disabilities Act*) como de disposiciones administrativas, en especial las de la Environmental Protection Agency. Como prueba de este cambio, se puede señalar que mientras el número de personas empleadas en dependencias reguladoras disminuyó en 8.000 durante la etapa de Reagan, aumentó en 7.000 en los dos primeros años de la presidencia de Bush.

El número de páginas añadido al Federal Register se redujo de 90.000 a 55.000 al año durante el gobierno de Reagan, pero volvió a subir a 70.000 después de dos años de Administración Bush.

Hasta ahora, la política monetaria ha seguido siendo más restrictiva, a pesar de las presiones de Bush y del director del Presupuesto, Richard Darman, en favor de una política más expansiva.

Así pues, si la reaganomía trajo una expansión exuberante, ¿cómo podríamos extrañarnos de que lo contrario de la reaganomía trajera el estancamiento?

En su discurso sobre el Estado de la Unión, Bush, tardíamente, evoca a Reagan y califica al Estado de prepotente en exceso y de intervencionista. Propone un conjunto de reducciones impositivas, después de haber procedido a un aumento de la fiscalidad. Anuncia una moratoria en materia de regulación después de haber presidido un aumento gigantesco de la misma. Insiste en que Washington debe restringir el gasto público después de haber consentido un gran incremento de éste, y a la vez propone una nueva serie de programas de gastos.

Bush no puede ser criticado por el inicio de la recesión. Después de todo, Norteamérica ha sufrido recesiones desde su nacimiento como Estado, independientemente del color o de la naturaleza de los sucesivos gobiernos. También se recuperará de la crisis presente, de la misma forma que lo hizo de las anteriores. Ahora bien, sí debe atribuirse a la "reaganomía al revés" de Bush el debilitamiento de la base económica, que es lo que ha retrasado la recuperación y le ha restado vigor. Y lo que es más importante, si no se abandona pronto, la "reaganomía al revés" puede significar un estancamiento prolongado y un crecimiento débil a lo largo de toda la década.

Bush ha ofrecido un conjunto de medidas a corto plazo destinadas a hacer reaccionar la economía. Algunas de ellas son buenas, como es el caso de la reducción del impuesto sobre las ganancias del capital, aunque resultaría más efectivo indiciar la base de las ganancias según la inflación.

Otras medidas, en cambio, son malas, como por ejemplo la bonificación fiscal por sólo 11 meses y para ciertas clases de inversión (para equipos y otros bienes duraderos, pero no, v.g., para *software*). Se trata de un ardid de año electoral, cuyo efecto será que las empresas modifiquen el calendario y el tipo de sus inversiones, reduciendo la eficacia de éstas sin incrementar su volumen.

Ahora bien, buenas o malas, ninguna de estas medidas a corto plazo tendrá efecto alguno significativo

para la recuperación de la economía, la cual, casi con toda seguridad, habrá reanudado su curso expansivo antes de que tales medidas hayan empezado a surtir efectos. Así ha sido en el pasado, y así será sin duda en el futuro.

Las medidas de Bush a largo plazo merecen la misma calificación. Unas son buenas, otras regulares y otras malas. Por lo que se refiere a las reducciones de impuestos, me gustan todas, aunque algunas de ellas no son las que yo habría elegido en primer lugar. La disminución de los recursos en manos del Congreso es la única manera efectiva de reducir el gasto. La experiencia muestra que el Congreso gastará todo lo que se ingrese y más.

Sin querer ofender al Presidente Bush, he de decir que su programa, mezcla de renovada reagonomía y de medidas inspiradas en el intervencionismo del estado del bienestar, es sólo confusión. Más preocupante y aterrador es lo que insinuó el *speaker* de la Cámara en respuesta al discurso de Bush, a propósito del posible papel benefactor del Estado. Sus intenciones son sin duda excelentes, pero la experiencia a lo largo y ancho del mundo, desde Estados Unidos hasta el antiguo imperio soviético, nos enseña que las buenas intenciones se esfuman en manos de una nomenclatura cara, arrogante e ineficaz.

Como viejo reaganiano, celebro la vuelta aparente de Bush al redil. Se ve que sabe la letra, pero ¿puede realmente interpretar la música?

¿Nuevo intento de reformar el sistema bancario en Norteamérica?

(Kenneth H. Bacon, en *The Wall Street Journal*)

La Administración Bush se propone llevar a cabo un nuevo intento de modernización del sistema bancario norteamericano, y esto incluso teniendo en cuenta que habría pocas probabilidades de que prosperasen en un año electoral unas propuestas de reforma que el año pasado no pudieron superar el trámite del Congreso.

"Continuaremos trabajando por la reforma financiera, tanto tiempo esperada, que ha de actualizar una normativa adoptada en los tiempos de la Gran Depresión". Así se expresó George Bush en una reunión de la National Association of Home Builders. El año el pasado "nos vimos frenados por el Congreso cuando intentamos ver aprobada la ley de reforma bancaria, pero persistiremos en nuestros esfuerzos por sacarla adelante", dijo el presidente.

En Noviembre, como se recordará, el Congreso aprobó una ley que endurecía la normativa bancaria y que autorizaba a la Federal Deposit Insurance Corp. a contraer deudas por 30 m.m. de dólares destinados a superar la insolvencia del fondo de garantía de depósitos bancarios. El mismo Congreso, en cambio, rechazó las propuestas de la Administración por las que se hubiera permitido que los bancos establecieran agencias en todos los estados de la Unión, negociaran títulos mobiliarios, participaran en el negocio de seguros y se

fusionaran con sociedades no bancarias. Además, la Administración había propuesto también que se limitara el número de cuentas de hasta 100.000 dólares aseguradas a nombre de un solo titular o depositante.

La verdad es que Bush no hizo de la reforma bancaria una prioridad de su presidencia, el año pasado, y tampoco es probable que lo haga esta vez. Lo que quiere Bush es poder criticar al Congreso por no haber introducido unos cambios que según la Administración habrían servido para fortalecer el sistema financiero en una etapa en que el sector bancario ha de hacer frente a los problemas más graves que se le han planteado desde la Gran Depresión. La crisis bancaria, por otra parte, es particularmente aguda en el estado de New Hampshire, en el que Bush deberá enfrentarse con la derecha de su partido en las elecciones primarias del mes que viene.

En sus palabras ante los constructores de viviendas, Bush señaló que continuará luchando contra el rigor excesivo de las inspecciones bancarias, las cuales, a juicio de algunos banqueros y de los agentes inmobiliarios, explican en parte la resistencia de los bancos a conceder préstamos.

El proyecto de presupuesto que se ha de hacer público esta semana advierte que si el Congreso no permite que los bancos operen con una eficacia mayor las quiebras bancarias pueden llegar a hacer necesarias medidas de salvamento del fondo de garantía de depósitos que sólo podrían ser financiadas por el contribuyente.

El proyecto de presupuesto señala que, sin reforma, las pérdidas del citado fondo podrían alcanzar un total de alrededor de 60 m.m. en los cinco años siguientes al año fiscal de 1993, que empieza el 1 de Octubre próximo. Según algunas personas que conocen el proyecto de presupuesto, la White House Office of Management and Budget estima que los planes de la Administración reducirían las pérdidas a 45 m.m. a lo largo del citado período.

Dicha estimación de la Administración, según parece, no tiene en cuenta la reducción reciente de los tipos de interés, la cual aminora la crisis bancaria. La Congressional Budget Office, por ejemplo, calcula las pérdidas del fondo de garantía en 44 m.m. de dólares entre 1993 y 1997.

Sea como fuere, y como se dijo, existen pocas probabilidades de que, en un año electoral, el Congreso tenga tiempo y ganas de adoptar medidas que el año pasado demostraron ser tan controvertidas. Con todo, la Administración, ciertos grandes bancos y algunos miembros del Congreso intentarán conseguir cambios que permitan a las entidades bancarias establecerse en todo el país. Esto supondría una variación substancial de la situación presente susceptible de estimular más fusiones bancarias y de hacerle posible a la banca un gran ahorro de dólares a través de consolidaciones, dicen los defensores de la reforma.

Alemania: el delicado problema de los aumentos salariales

(*The Economist*, edit.)

"¡Ah, si nuestros trabajadores fueran como los alemanes...!". Esto es lo que han venido soñando durante largos años empresarios norteamericanos y británicos. Y el caso es, en efecto, que la ética del trabajo alemana y la fama de moderados y de cooperadores que ha rodeado a sus sindicatos han sido la envidia de los patronos de otros países. Pero esto se acabó. Aunque los obreros de la Alemania occidental, disfrutaban ya de los mejores salarios conocidos, de la más reducida jornada laboral y de las vacaciones más prolongadas, todo ello, por lo visto, no basta. Los sindicatos alemanes utilizan la amenaza de huelgas como instrumento para conseguir importantes aumentos de las retribuciones. Ahora bien, las victorias en este campo sólo pueden conseguirse al precio de puestos de trabajo y de daños a largo plazo para la economía de la Alemania unificada.

Muchos alemanes respiraron tranquilos el 3 de Febrero, cuando se anuló la convocatoria de huelga -la primera en trece años- de la industria del acero, después de haberse alcanzado el acuerdo de subir los salarios en algo más de la mitad de lo que los sindicatos habían pedido al inicio de las negociaciones (10,5%). Pero el 6'4 conseguido es aún excesivo. No sólo se sitúa bien por encima de la presente tasa de inflación (4%) sino que se aleja enormemente del objetivo a medio plazo del Bundesbank, fijado en un incremento de los precios del 2 por ciento anual. La subida salarial del año pasado, del 7 por ciento como promedio, ya había contribuido al notable incremento de la inflación. Con un aumento de la productividad de sólo el 1/1'5 por ciento -que es lo que se prevé para este año- la media de las subidas salariales no debería exceder del 5 por ciento. De lo contrario, la inflación se mantendrá elevada, con posibilidades de que suba aún más.

Puede parecer extraño que las negociaciones del sector siderúrgico hayan adquirido tal importancia. El acuerdo no afecta más que a 130.000 trabajadores y, técnicamente, no es más que una parte de la negociación salarial del año pasado. Pero dado que tales negociaciones se han alargado hasta este año, el acuerdo constituirá un punto de referencia para otros obreros y empleados que han de negociar sus convenios en 1992, lo que ha de empezar en breve. Si los obreros de la siderurgia -industria anticuada afectada por una débil demanda y unos beneficios a la baja- han podido conseguir un incremento salarial del 6'4 por ciento, todo hace pensar que los trabajadores de sectores menos vulnerables pueden verse tentados a pretender todavía más.

Los trabajadores sostienen que necesitan unos mayores aumentos de sus salarios reales para compensar los mayores impuestos de renta que deben pagar como consecuencia de la unificación. Ahora bien, el Bundesbank, que acertadamente quiere evitar que tales subidas afecten a la inflación, hará todo lo posible para que los aumentos salariales no sean excesivos. Si los empresarios aceptan subidas que superen el 6 por ciento, el banco central mantendrá sin duda elevados los tipos de interés más tiempo de lo que hubiera sido en otro caso. En tal supuesto los sindicatos descubrirán que el dinero caro y los grandes aumentos salariales se combinan mal, traducándose en recesión y en pérdidas de puestos de trabajo. El PNB de Alemania occidental ha permanecido estancado o ha bajado durante tres trimestres consecutivos ya, y el desempleo ha empezado a subir. La persistencia de unos tipos de interés elevados, además, obstaculizará la inversión y entorpecerá la recuperación en la parte oriental del país, tan frágil.

Si esto no les bastara para mostrarse cautos, los sindicatos deberían prestar atención a otras advertencias. Los empresarios alemanes, en efecto, amenazan con algo que puede resultar serio para la masa laboral. Dicen, así, que Alemania es cada día menos atractiva como base industrial, razón por la cual algunos de ellos contemplan la posibilidad de trasladar al extranjero sus unidades productivas. Y la verdad es que hay buenas

razones para hacerlo. Alemania occidental tiene con mucho el mayor impuesto de sociedades del mundo desarrollado, uno de los menores crecimientos de la productividad industrial y, con diferencia, los más elevados costes laborales. Los costes no salariales, tales como la seguridad social y el seguro de enfermedad, equivalen en Alemania al 80% de los salarios medios. Si se incluyen estos, un trabajador cuesta ya en Alemania por lo menos el 50 por ciento más que en Estados Unidos, Japón, Francia o Gran Bretaña.

En el fondo de esta guerra salarial está el problema de quien debe pagar por la reunificación del país, cuyo coste ha resultado ser mucho mayor de lo esperado. Desaparecida la euforia inicial, muchos alemanes occidentales se muestran reacios a pagar la factura. Sin embargo, las matemáticas no fallan: para reconstruir la economía de la Alemania oriental se han de transferir recursos del oeste al este. En otras palabras, los niveles de vida de los alemanes occidentales deben verse reducidos temporalmente, o por lo menos han de crecer más lentamente, y esto bien a través de unos mayores impuestos bien, preferentemente, mediante recortes de los gastos presupuestarios en epígrafes tales como las subvenciones. Si los sindicatos intentan rehacerse de los mayores impuestos mediante una subida de los salarios, la capacidad de gasto de la zona occidental se verá limitada por los mayores tipos de interés, los cuales afectarán negativamente a los beneficios, a la inversión y al empleo. En tal caso los alemanes acabarían pagando la reunificación de la forma más dolorosa.

¿Qué pasa en Suiza?

(The Economist)

Durante muchos años Suiza fue un modelo de estabilidad. La economía más rica de Europa, en efecto, podía presumir de las menores tasas de inflación del mundo y de una de las monedas más sólidas, todo ello conseguido gracias a una política monetaria responsable y a una prudente gestión de las finanzas públicas. Suiza, por otra parte, disfrutó durante mucho tiempo de un crecimiento estable y de la menor tasa de desempleo del mundo industrial. Pero las cosas han cambiado. A lo largo de los dos últimos años el país ha adquirido dos malignos hábitos extranjeros: una elevada inflación y un paro creciente.

La tasa de inflación de Suiza, el año pasado, fue del 5'9 por ciento, frente a 0'7 por ciento en 1986, resultando superior a la media de los países de la Comunidad Europea por primera vez en dos décadas. En el curso del año 1991, el antaño solidísimo franco suizo fue la más débil de las grandes monedas, con un 12 por ciento de depreciación respecto al dólar. Mientras tanto, la atracción de Suiza como centro financiero también parece haberse reducido. Una política monetaria contractiva, dirigida a poner fin a ese estado de cosas, ha llevado al país a una recesión. El PNB creció sólo en un 0'5 por ciento el año pasado y no se esperaba que supere el 1 ó el 1'5 por ciento en 1992. La cifra del desempleo se ha más que triplicado desde 1989, alcanzando el 2'2 por ciento, lo que es poco si se compara con las cifras de otros países pero horrible si se contempla en el contexto suizo.

Muchos ciudadanos culpan al Banco Nacional de Suiza, por haber permitido que la oferta monetaria explosionaria en 1988. Al igual que el Bundesbank alemán, el BNS es independiente de los políticos y su objetivo principal es la estabilización de los precios. Esto debería haberle permitido conservar su credibilidad como defensor del País frente a la inflación.

Resulta, sin embargo, que Suiza y Alemania, los dos países del mundo con unos bancos centrales más independientes, están sufriendo una incómoda inflación. ¿Qué es lo que ha ido mal?. A largo plazo, unos bancos centrales independientes son instrumentos importantes para controlar la inflación, pero a corto plazo su tarea, como en el caso de Suiza, puede verse complicada por factores estructurales.

Sea como fuere, la culpa del inicio de la inflación fue del BNS. Durante años, su política monetaria se fundamentaba en el control de la base monetaria, política que se mostró claramente acertada. Pero las mediciones monetarias no son tan de fiar como los relojes suizos. La relación entre la base monetaria y el PNB nominal se distorsionó en 1988. Un cambio en las exigencias en cuanto a las reservas del banco y la adopción de un nuevo sistema electrónico de liquidación de operaciones hizo más difícil interpretar las distintas mediciones monetarias. Desgraciadamente, estos cambios institucionales tuvieron lugar poco después del "crash" de las bolsas mundiales, en Octubre de 1987, en que el BNS, al igual que otros muchos bancos centrales, flexibilizó su política monetaria con el fin de evitar una contracción súbita de la demanda. Lo que ocurrió de hecho fue que los tipos cayeron demasiado y la economía se recalentó.

Ahora bien, aunque el BNS puede ser culpable de esta primera acusación, no se le puede atribuir el hecho de que varios años más tarde la inflación siga siendo excesiva (del 4'9 por ciento en los doce meses anteriores a Enero). El banco central contrajo su política a finales de 1988, pero la inflación ha reaccionado muy lentamente. Una de las razones de ello es que el gobierno llevó a cabo un gran programa de gastos, con lo que hizo en parte inoperante la política contractiva del banco. El presupuesto total (gobiernos central y locales, así como fondos de la Seguridad Social) registró un déficit en 1991, por primera vez desde 1984. Esto refleja en parte el efecto de la recesión, pero el caso es que el equilibrio estructural presupuestario se ha deteriorado considerablemente.

Otro problema ha sido la indiciación y la cartelización generalizadas de la economía suiza. Los alquileres, por ejemplo, se hallan de hecho indicados según los tipos de interés de las hipotecas. Cuando el gobierno eleva los tipos de interés para reducir la inflación, los alquileres -y con ello el índice de precios al consumo- suben automáticamente. Con las dos terceras partes de la población residiendo en viviendas de alquiler, y con unos alquileres que representan casi una quinta parte del índice de los precios al consumo, tal circunstancia tiene un gran peso en la evolución de la inflación.

Un segundo factor es que otras dos quintas partes de todos los precios vienen determinadas, bien por los cientos de carteles privados que operan en Suiza -particularmente en el campo profesional y en la distribución-, bien por las empresas estatales, como es el caso del monopolio de las telecomunicaciones. Tanto los unos como las otras han utilizado su excesivo poder para aumentar los precios.

Añadan estas presiones sobre los precios al consumo a la tradición suiza de indiciar los salarios según la inflación del año anterior y se verá por qué la inflación ha reaccionado tan lentamente ante una política monetaria más restrictiva. Para que la inflación baje a unos niveles aceptables, Suiza deberá soportar una crisis más duradera de lo que hubiera sido necesario en otras circunstancias.

Suiza necesita eliminar carteles y suprimir acuerdos de indiciación, y esto no sólo para facilitar la labor del BNS en su lucha contra la inflación sino también para aumentar la eficacia económica, cosa que tanto necesita. Los suizos votarán en diciembre en un referéndum sobre el Area Económica Europea (una zona de libre cambio que unirá a la CE con la EFTA, de la que Suiza es miembro). Su participación en tal Area obligaría al país a suprimir carteles y a estimular la competencia.

El gobierno también está ahora a favor de una posible incorporación a la CE como miembro de pleno derecho. Ahora bien, no está nada claro que tal idea, ni siquiera la del Area Económica Europea, encuentre el refrendo popular. Así, por ejemplo, la entrada en la CE obligaría a Suiza a adoptar el impuesto sobre el valor

añadido. Pero resulta que éste ha sido rechazado por los electores suizos en tres referéndums.

Los problemas actuales de Suiza son debidos en parte al éxito económico anterior, que supuso que el gobierno se viera sometido a menos presiones para la liberalización de la economía que los gobiernos de otros países. ¿Cuántos años de débil crecimiento deberán padecer los suizos antes de que, también ellos, se decidan a actuar?

La reforma económica rusa todavía no ha fracasado

(The Economist)

Los críticos del programa económico del gobierno ruso subrayan tres puntos: que los Precios se han elevado "demasiado"; que han descendido los niveles de vida; y que no se ha producido la respuesta económica esperada, en el sentido de que no ha habido un incremento de la producción ni una redistribución de los recursos hacia utilidades más productivas. Si fueran verdad, estas críticas equivaldrían a una formidable condena. ¿Lo son?.

Los precios en Rusia subieron tres veces y media en el mes que siguió a la liberalización, el 2 de Enero. Esta cifra -facilitada por el Servicio Estadístico del Estado- es menor que la que ofrecen la mayoría de los comentaristas, que se sitúa entre cinco y diez veces. La cifra oficial subvalora las subidas de los precios de los artículos producidos ahora, toda vez que la mayor parte de lo que se vendieron en Enero procedía de stocks ya existentes, los precios de los cuales sólo doblaron. Los de los artículos de nueva producción aumentaron quizá en un 400%.

Cualquiera que sea la cifra exacta, ésta ha resultado superior de lo que el gobierno ruso había esperado. No ha sido tan mala como para provocar -todavía- un movimiento serio de desobediencia civil, pero ¿ha sido "demasiado", como dicen los críticos?.

Esto depende, naturalmente, de lo que se entienda por "demasiado". En relación con los salarios, el aumento, desde luego, ha sido dramático. El salario medio ha aumentado el doble y, según el ministerio de Asuntos Sociales, el 80 por ciento de los rusos vive ahora por debajo de la línea de pobreza.

¿Pero es la reforma de los precios propiamente dicha la que debe criticarse? La reducción del nivel de vida se había producido ya de 1985 a 1991. Durante esta etapa, sin embargo, se manifestó en forma de escaseces crecientes. La inflación resultó enmascarada por los controles de precios, mientras se originaba un exceso de la demanda debido a los grandes aumentos salariales que terminaron creando una enorme reserva monetaria en manos de los consumidores y dispuesta a ser utilizada en cuanto se diera la posibilidad de hacerlo. La liberalización de los precios, por consiguiente, no hizo más que abrir las compuertas a una demanda excesiva y largo tiempo reprimida. Mientras persista tal masa monetaria esta constituirá un gran obstáculo para la reforma: no se podrá conseguir la estabilidad macroeconómica y las reformas "estructurales"

-privatización y todo lo demás- fracasan.

Por esto es vital preguntar si los rusos la han eliminado. La respuesta es afirmativa. Inmediatamente antes de la liberalización, el *stock* monetario total de Rusia se situaba alrededor de los 730 m.m. de rublos (6'4 m.m. de dólares). El PNB era entonces de 1,4 billones de rublos. Esta relación dinero/PNB es un indicador importante de la estabilidad financiera de una economía. En la Unión Soviética ha sido de 1:2 ó superior desde 1985. Una relación "normal" en países de baja inflación y de renta media es de alrededor de 1:3. Por consiguiente, los niveles rusos han sido demasiado altos desde hace tiempo. Para conseguir una ratio de 1:3 los precios sólo habrían necesitado doblarse. De la forma en que han ido las cosas, el incremento de 3'5 veces redujo el stock monetario al 10% del PNB: una ratio de 1:10.

Con estos datos a la vista, los críticos tienen razón cuando dicen que el aumento ha sido "demasiado". Pero cometen el error de olvidar que la masa monetaria en condiciones de ser gastada ha resultado eliminada. Los precios podrían ahora estabilizarse, e incluso bajar. Una circunstancia positiva es que los recursos del Sberbank, la principal caja de ahorros del país, aumentaron en 8 m.m. de rublos en Enero, lo que sugiere que los consumidores, lejos de desprenderse de sus disponibilidades, esperan una inflación menor.

Ahora bien, los precios sólo pueden estabilizarse si las políticas monetaria y fiscal son restrictivas. Las señales son menos prometedoras a este respecto. El 24 de Enero, el Parlamento ruso aprobó lo que era prácticamente un presupuesto equilibrado para el primer trimestre del año. Diez días más tarde redujo a la mitad el impuesto sobre el valor añadido para un gran número de productos. Tal impuesto ha de proporcionar, en principio, más de la mitad de los ingresos del estado. Por otra parte, el mismo Parlamento procedió a una elevación de las pensiones. El 19 de febrero Boris Yeltsin anunció unos nuevos incrementos, aunque pequeños, de algunas pensiones, de las ayudas a los estudiantes y de los sueldos de los militares. Todo lo cual ha sido interpretado como una rectificación decisiva de los planes de reforma del gobierno.

Esta interpretación es pesimista en exceso. El incremento de las pensiones, financiado con reservas para situaciones de emergencia, no incrementa el déficit. Sí lo hace, en cambio -en un 2 ó 3 por ciento del PNB- la pérdida de ingresos resultante de la reducción del IVA. Como resultado de todo ello, una estimación pesimista sería que el déficit del primer trimestre podría situarse alrededor del 7-8 por ciento del PNB. Esto supondría aún una contracción de la política fiscal en comparación con 1991 (17%).

Tampoco la política monetaria es tan poco limitativa como podría parecer. Por supuesto, Rusia ofrece el curioso fenómeno de un gobierno lleno de monetaristas y de un banco central repleto de keynesianos. Ahora bien, el crecimiento de la oferta monetaria no fue extraordinario en Enero según se podía esperar. De hecho se redujo. Y después de varias décadas de proporcionar una financiación gratuita a las empresas, el banco central ha elevado los tipos de interés al 35/40 por ciento. Esto es menos que la inflación, pero el incremento puede traducirse en una menor demanda de crédito.

Es demasiado temprano para decir que la reforma ha sido un éxito, pero las pruebas de que se dispone sugieren que el gobierno ruso ha empezado por lo menos la inmensa tarea de estabilizar una economía caótica e inflacionaria en el camino hacia un sistema de libre mercado. Si el gobierno conseguirá o no rematar con éxito esta fase inicial y fundamental dependerá de su capacidad para mantener el control de sus políticas monetaria y fiscal frente a diversos problemas.

La reforma no podrá evitar que la producción se reduzca todavía más de lo que lo ha hecho hasta ahora, en la medida en que vayan cerrando las empresas con pérdidas. Esto producirá un descontento todavía mayor, y reducirá los ingresos fiscales, incrementará la factura social y presionará sobre la política fiscal. Las huelgas apenas han comenzado. Pero si los salarios crecen más que la inflación, las empresas se verán obligadas a cerrar o deberán ser rescatadas por el banco central.

En muchos países en vías de desarrollo, la falta de capacidad para elevar los ingresos fiscales ha sido una causa de déficit presupuestarios tan importante como la prodigalidad en el gasto. Rusia se enfrenta ahora con este problema. Su sistema fiscal es primitivo. En Enero recaudó sólo 20 m.m. de los 60 m.m. de rublos que debiera haber ingresado por IVA. Esto fue debido en parte a que no recaudó nada en la primera mitad del mes, pero en la segunda, en que el sistema debía haber funcionado a plena capacidad, sólo obtuvo las dos terceras partes de lo esperado. Es imprescindible llegar al 100%.

Rusia se enfrenta asimismo con el problema de la monopolización. ¿Puede conseguirse la liberalización de los precios con tantos monopolios?. En Noviembre, un comité parlamentario recibió el poder de aprobar por adelantado, desde primeros de Enero, cualquier elevación de precios por parte de las empresas monopolísticas o de limitar los beneficios de tales firmas. Hasta ahora no ha utilizado tal poder, pero sólo debido a que está trabajando en la elaboración de una lista de las empresas que deben considerarse monopolísticas. Tal lista, -que contiene ya 2.000 nombres, los cuales representan alrededor del 70 por ciento de la producción industrial- estará disponible en Marzo. Entonces deberán enfrentarse los reformadores con la amenaza de que el citado comité reintroduzca controles para los precios al por mayor.

¿El fin de la inflación?

The Economist de 22 de febrero publica, bajo este título, el siguiente editorial.

La tierra da vueltas, el sol brilla y los precios suben. ¿O no?. Dos generaciones han crecido creyendo que la inflación es un hecho inseparable de la vida, cosa que no debe extrañar. Un dólar de hoy vale sólo 13 centavos en dinero de 1945. Una libra vale sólo 6 peniques. Una gran parte del daño se produjo en los años 70 y principios de los 80 habiendo mejorado mucho las cosas desde entonces. En los países de la OCDE la inflación se mueve ahora alrededor del 3 ó del 4 por ciento, un nivel parecido al de los años 60. Esto proporciona a los gobiernos la mejor oportunidad de que han dispuesto en las últimas décadas para eliminarla del todo y para conseguir la estabilidad de los precios. Desgraciadamente, lo más probable es que la desaprovechen.

La estabilidad de los precios no es tan extraordinaria como podría parecer. No significa que todos los precios serán siempre los mismos. Algunos bajarán, otros subirán. Es la media de los mismos la que ha de permanecer constante. Sea como fuere, la inflación, entendida como la elevación continuada de los precios, es la excepción en la historia. En vísperas de la primera guerra mundial, los precios en Gran Bretaña no eran, como promedio, superiores a los del tiempo del incendio de Londres en 1666. Durante esos 250 años, las fases de subidas de precios fueron raras. Por el contrario, a partir de 1946, los precios del Reino Unido han subido todos los años, y lo mismo ha ocurrido, prácticamente, en todos los otros países de la OCDE.

Es fácil decir que una inflación de los dígitos es mala, pero no lo es tanto ponerse de acuerdo sobre cual sea la tasa ideal de la misma. ¿Deben los gobiernos fijarse como objetivo el 5%?, ¿el 3%?, ¿el cero?. Algunos

pretenden que los beneficios adicionales que se obtendrían de una inflación cero son escasos, y que resultarían contrarrestados por los costes a corto plazo -pérdidas de producción y de empleo- de reducir la inflación a ese nivel. Un poco de inflación -añaden- actúa como un lubricante, haciendo que los precios y los salarios relativos se ajusten más eficazmente, dado que los salarios y la mayoría de los precios son difíciles de reducir en términos absolutos. Ahora bien, un poco de inflación suena algo así como "sólo una copita" para un alcohólico. Puede aumentar con excesiva facilidad. Esta es la lección de los pasados 40 años. Esta, y el hecho de que las economías con la menor inflación han sido las que han tenido un menor paro. Más allá del corto plazo, los gobiernos no pueden elegir tener un poco más de crecimiento a cambio de un poco más de inflación. La posibilidad de elección no existe.

La recompensa de reducir la inflación del 5 al 0 por ciento puede ser menor que la que se obtiene de llevarla del 5.000 al 5 por ciento, pero sigue siendo interesante y deseable. La mejor tasa de inflación es la que menos afecta al comportamiento de las empresas, de los inversores, de los consumidores y de los trabajadores. Esto significa cero, toda vez que cualquier cosa que exceda de esa cifra interfiere la función más fundamental de los precios: su capacidad para proporcionar información sobre escaseces relativas. Si los precios en general suben un 5 por ciento anual, el hecho de que el precio de un producto concreto se eleve un 8 por ciento pasa casi desapercibido. Ahora bien, esa elevación relativa del 3 por ciento debería, por un lado, llamar la atención de los potenciales nuevos productores y, por otro, alejar a los eventuales compradores de tal producto. En una palabra, debería poner en marcha el conjunto de mecanismos que han de maximizar la eficacia de la economía.

Imaginemos ahora un mundo sin inflación. El hecho de creer en él transformaría la manera de comportarse la gente. Las empresas no tendrían reparos en pedir dinero a largo plazo, y los bancos y similares no se resistirían a prestarlo. Los tipos de interés reales bajarían. Las firmas invertirán más porque los rendimientos resultarían más claros. Lo mismo ocurriría con los individuos, que invertirían tiempo y dinero en su educación. Los gobiernos podrían hacer planes económicos para proyectos de infraestructura, sabedores de que los mismos no se verían alterados por subidas inesperadas de los precios. En general, todo el mundo pensaría más en el largo plazo, dado que el largo plazo se vería con mayor nitidez. El casi inmediatismo de hoy es contemplado con razón como una causa importante del lento crecimiento de la productividad. La obsesión por el corto plazo no es más que un fruto de la inflación.

¿Podrían los países de la OCDE volver a la estabilidad de los precios?. Algunas fuerzas presionan para hacer bajar la inflación. Un ejemplo: los servicios, que representan alrededor de la mitad del componente de los índices de los precios al consumo, están cada día más sometidos a la misma competencia que ha conducido a moderar los precios de los productos manufacturados. Más y más servicios pueden ser comercializados internacionalmente, utilizando tecnologías que deberían producir grandes incrementos de la productividad.

Una razón para el optimismo, a largo plazo, son los votos. La inflación redistribuye la renta y la riqueza: de los acreedores a los deudores y de los perceptores de rentas fijas a los asalariados. Durante las pasadas tres décadas la mayoría de los electores trabajadores se vieron protegidos frente a la inflación, toda vez que los salarios se elevaron normalmente más que los precios. Y la mayoría de los electores-deudores ganaron, dado que la inflación erosionó la carga real de sus deudas. Pero los electores de mañana serán más viejos. Mientras los yuppies sobrecargados de deudas se benefician de la inflación, los pensionistas, que viven de rentas fijas y de sus ahorros, pierden. Pocas pensiones se hallan del todo indiciadas según la inflación. Hacia el 2010, alrededor de un tercio de los electores de Japón y de muchos países europeos tendrá más de 60 años, frente al 20/25 por ciento en los años 80. Añadan a aquellos que van a estar entre los 50 y los 60 -es decir, los que se acercan a la jubilación- y, por vez primera en la historia moderna, la mitad de los votantes de dichos países pueden verse beneficiados por unos precios estables.

Si los electores, pues, lo quieren, ¿lo conseguirán los gobiernos? puede dudarse. Como mínimo se necesitan tres cosas para alcanzar la estabilidad de los precios. Primero, los gobiernos han de abandonar la depreciación del tipo de cambio. Segundo, los déficit presupuestarios han de ser pequeños. Tercero, la política monetaria ha de ser gestionada por un banco central independiente, cuyo único objetivo sea la estabilidad de los precios.

Sobre tipos de cambio, casi todos los países de la OCDE están en el buen camino. Sólo las mayores economías -Estados Unidos y, tal vez, Japón- parecen estar en condiciones de devaluar el valor externo de sus monedas sin que sus efectos se noten rápidamente en el valor interno de las mismas. En cuanto a los déficit presupuestarios, por el contrario, el cuadro es menos tranquilizador. No hay nada malo en que se produzca un déficit durante una recesión, siempre que se vuelva al equilibrio a lo largo de todo el ciclo. Pocos gobiernos, desgraciadamente, respetan este principio. Sus déficit habituales mantienen los tipos de interés innecesariamente elevados y se traducen frecuentemente en un crecimiento monetario excesivamente rápido.

El peligro de que las cosas salgan mal es particularmente importante cuando los bancos centrales pueden recibir órdenes de los políticos. Esto ha sido lo normal -y la causa- en las pasadas tres décadas inflacionistas, pero gracias a Dios la situación está empezando a cambiar. Algunos gobiernos están cediendo a bancos centrales independientes las riendas de la política monetaria, con lo cual esta queda al abrigo de los políticos, situación que deberá permitir que se alcance el objetivo esencial de la estabilización de los precios.

Queda, sin embargo, una excepción capital: Norteamérica. Esta ha pasado por diez años de enormes déficits ~presupuestarios, y esto tanto en etapas de euforia como en fases de recesión. La mayoría de sus políticos aceptan una tasa de inflación del 4/5 por ciento, la cual podría perpetuarse dado que la población norteamericana envejece menos rápidamente que las de otras economías de la OCDE, lo que hace que la inflación no vaya a ser tan impopular como en otras partes. Además -lo que es aún peor- las autoridades de ese país todavía creen que desempleo e inflación se compensan, razón por la cual exigen unos menores tipos de interés siempre que la economía pierda ritmo. La inflación subyacente de Estados Unidos (4%) es similar a la de Alemania, pero los tipos de interés a corto plazo norteamericanos son menos de la mitad de los germanos. Así, Estados Unidos corre el riesgo de quedar atrás en materia de estabilización de precios. Si esto es así, el dólar está condenado a un descenso a largo plazo.

¿Importa algo a los otros países de la OCDE que la mayor economía del grupo no alcance la estabilidad de los precios?. Mucho menos de lo que era el caso con anterioridad. En los días de los tipos de cambio fijos, Norteamérica podía exportar su inflación a otros países. Cuando decidió participar en la guerra del Vietnam mientras llevaba a cabo los programas de la Great Society en el propio país, se apoderó de éste el virus inflacionista, virus que los otros países no pudieron eludir. Con unos tipos de cambio flotante, en cambio, Estados Unidos no puede infectar a otros. Dada su enorme dimensión, una Norteamérica inflacionista sería aún una causa de inestabilidad en los mercados financieros y podría constituir un elemento entorpecedor para no pocos. Pero si estos respetaran las tres normas antiinflacionistas fundamentales, no tendrían por qué verse afectados por la inflación de Norteamérica.

Con todo, incluso unos bancos centrales independientes pueden cometer errores en el control de la inflación, como Suiza lo ha demostrado en los últimos años. Lo cual lleva a un cuarto y decisivo principio: la única manera de garantizar la estabilidad de los precios es sujetar la política monetaria a un ancla que el hombre no pueda mover. En los siglos XVIII y XIX, cuando una cantidad monetaria podía ser redimida con un determinado peso de oro, la oferta de dinero tenía que ajustarse automáticamente al valor del oro.

Una vuelta al patrón oro sería poco práctica, además de poco deseable. Cualquier mercado de un producto dado puede ser alterado por los gobiernos, y su precio es susceptible de variar al compás de una huelga en Africa del Sur o de cualquier tipo de acontecimientos. Sin embargo, el principio de un ancla

constituida por materias básicas es excelente, por lo que la versión moderna del patrón oro podría consistir en definir una moneda en términos de una determinada cantidad de una cesta de productos. Los gobiernos se comprometerían a redimir su papel moneda ofreciendo las mercancías de la cesta, garantizando así el poder de compra de la moneda. Esto supondría, por definición, el fin de la inflación.

La lucha por conseguir la sede del banco central europeo

(Peter Norman, en *Financial Times*)

Se está activando la batalla para proporcionar una sede al futuro banco central europeo. En las últimas semanas se ha podido ver cómo Eddie George, subgobernador del Banco de Inglaterra, hacía campaña en favor de Londres, y cómo el canciller alemán, Helmut Kohl, se pronunciaba por Frankfurt.

Si se considera que Gran Bretaña no se ha adherido plenamente a la idea de una unión económica y monetaria, la defensa que hace George de la candidatura de Londres -del que se subraya su solidez como centro financiero internacional, lo que haría "lógica" su elección- parece algo un tanto fuera de lugar.

La cuestión de la sede del banco tiene un aspecto político importante, cosa que puede dar lugar a que se excluyan los grandes centros financieros continentales que pueden ser Frankfurt o París. Por esto tienen alguna posibilidad ciudades de menor peso político -y económico- como pueden ser Amsterdam o Lyon, en cuyo caso el Banco de Inglaterra podría actuar como "brazo operativo" de la nueva institución.

La idea, en principio, podría parecer atractiva, aunque sólo sea porque recuerda el modelo norteamericano. En el centro del Sistema de la Reserva Federal, en efecto, se halla el correspondiente Consejo, pero su instrumento operativo es el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. La sede del Consejo es Washington, lejos, por consiguiente (sobre todo mentalmente) de los mercados financieros de Nueva York, Chicago y costa oeste. El personal del Consejo actúa como un servicio de estudios (*think tank*) del sistema y sirve de elemento asesor en las discusiones del Federal Open Market Committee (FOMC), que es el que decide la política monetaria.

El FOMC está integrado, como elementos permanentes, por los siete miembros del Consejo y el presidente del Banco de la R.F. de Nueva York, así como, de forma rotativa, por cuatro de los presidentes de los otros once bancos de la Reserva regionales.

Ahora bien, no es el Consejo de la Reserva Federal el que pone en práctica las decisiones de política monetaria adoptadas por el FOMC, las cuales son transmitidas al Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que es el que las cumplimenta a través del llamado *domestic trading desk*.

Por lo tanto, el Banco de la R.F. de Nueva York es el "brazo operativo" del banco central de Estados

Unidos. Sus actividades en los mercados financieros internos de Norteamérica se reflejan -restando o sumando- en las reservas del sistema bancario del país, con lo que se determina la estructura del tipo de interés del mismo.

A lo largo de los años, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York ha asumido otras responsabilidades y funciones que le convierten en un caso único entre los bancos de las Reservas regionales. Así, v.g., actúa como agente del Tesoro en las intervenciones del tipo de cambio.

Las actividades del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, por consiguiente, se parecen mucho a las que realiza el Banco de Inglaterra en el Reino Unido. Ahora bien, ¿hasta qué punto es relevante el ejemplo de Estados Unidos en el futuro de la unión económica y monetaria europea? ¿Puede esperar realmente el Banco de Inglaterra representar un papel similar al del Banco de la R.F. de Nueva York en el caso de que la sede del banco central europeo se estableciera fuera de Londres?

Mucho podría depender de cual fuere la sede elegida. Si el banco central europeo se estableciera en Frankfurt, por ejemplo, lo más probable es que actuara más centralizadamente que en el caso de que la sede se fijara en Luxemburgo o en Lyon .

Con todo, hay algunas circunstancias que actúan a favor de Londres. Gracias a inteligentes previsiones del Tesoro y del Banco de Inglaterra, Londres se ha convertido en el mercado más importante para las operaciones en ecus. Por otra parte, Londres es, junto con Nueva York y Tokio, uno de los tres centros más importantes del mundo por sus operaciones extranjeras.

Las operaciones en divisas pueden parecer poco relevantes en un momento en que la Comunidad trata de adoptar una moneda única. Pero si lo que ocurre actualmente puede servir de guía de lo que va a ser el futuro, se puede pensar que Londres sería probablemente el centro preferido por el banco central europeo para intervenir con ecus frente a otras monedas tales como el dólar, el yen, etc., e incluso, quien sabe, frente a un posible rublo convertible. Como Eddie George decía el mes pasado, en Londres se negocia una proporción menor de monedas europeas que en otros mercados cambiarios europeos, pero una proporción mucho mayor de monedas de países no-comunitarios que en el resto de Europa.

Por otra parte, Londres, como centro financiero, no domina en absoluto tanto en Europa como Nueva York lo hace en Estados Unidos. Frankfurt y París, en efecto, son mayores en relación con Londres de lo que Chicago y San Francisco lo son con respecto a Nueva York.

Aunque Londres ha mejorado apreciablemente su sistema de liquidar y de formalizar sus operaciones, le queda mucho camino por recorrer antes de que pueda proporcionar los medios con los que operar a escala continental. Las peculiaridades nacionales, además, persistirán largo tiempo después de que Europa haya instaurado una política monetaria y una moneda únicas. Apenas se puede concebir que los bancos franceses y alemanes vayan de París y Frankfurt a Londres para obtener fondos del banco central de la misma forma que los bancos norteamericanos los obtienen del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Por consiguiente, lo más probable es que el futuro banco central europeo tenga varios "brazos operativos" y no uno solo. Algunos de los actuales bancos centrales podrían asumir responsabilidades especiales, y así, por ejemplo, las intervenciones en materia de tipos de cambio podrían concentrarse en Londres. Pero ni siquiera esto, probablemente, se conseguiría sin un gran esfuerzo.

Esta, por lo menos, es la opinión de los funcionarios que trabajan en la estructuración del banco central europeo y de su antecesor inmediato, el Instituto Monetario Europeo. Conectamos con varios de dichos funcionarios la semana pasada y ninguno de ellos creía que fuera a designarse un solo "brazo operativo" -como

podría ser el Banco de Inglaterra- del futuro banco central europeo.

Esto aumenta la importancia de la decisión que deben tomar los líderes de CEE antes de fin de año a propósito de la eventual ubicación del Instituto Monetario Europeo. Una vez se haya decidido el lugar que ha de ser la sede del Instituto -y del banco- empezará la dura lucha de los bancos centrales de los países no elegidos para conseguir la máxima influencia posible.