

**LA INFORMACIÓN ECONÓMICA
EN LA
PRENSA INTERNACIONAL**

SUMARIO

	Pág.
Grandes expectativas para el euro	213
Los 11, ante la perspectiva de una política monetaria única	218
¿Cuán serio es el riesgo de una política monetaria europea única?	220
Otro paso hacia el euro	221
El naufragio de Japón	222
La burbuja económica de Estados Unidos	222
La importancia de la microeconomía	223
En el mundo de la banca española vuelve a hacer estragos la fiebre de las fusiones	224
España camino de ser la campeona europea de la bolsa	226
La buena marcha de las exportaciones alemanas	227
El debate sobre el cumplimiento por Alemania del criterio de Maastricht sobre déficit presupuestario	228
El Informe Económico Anual del gobierno alemán	230
No hay que temer al euro	233
Los mitos de la globalización	234
Respeto para la OIC	235
Ajustes asiáticos	235
El año de ocasiones desaprovechadas de Bill Clinton	237

Grandes expectativas para el euro

El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado, en dos entregas, en *The Wall Street Journal Europe* de 24 y 25 de Marzo, respectivamente. Su autor es Robert Mundell, profesor de economía de la Universidad de Columbia.

¿Se necesitan realmente más argumentos a favor del euro? Lo defendí por primera vez (utilizando el nombre "europa", en vez de "euro") ya en 1969. En aquella época, en la Cumbre de la Haya, surgió el Comité Werner, que debía elaborar un plan para una unión económica y monetaria. Mañana, el Instituto Monetario Europeo dará a conocer, en una conferencia de prensa que se ha de celebrar en Francfort, los nombres de los países que podrían integrar tal unión, pendiente de lo que en definitiva decidan los jefes de Estado y de gobierno de los países de la UE en una cumbre que ha de tener lugar en Londres los primeros días del próximo mes de Mayo. Todo da a entender que una moneda única europea se pondrá en marcha en 1999.

¿Por qué he de insistir en la defensa de dicha unión?

Primero, porque hay tres países importantes –Gran Bretaña, Dinamarca y Suecia– que tienen serias dudas y que han decidido no participar en la Unión desde el comienzo de ésta. Segundo, porque existe una oposición considerable a la misma en el mundo académico. La oposición no es sólo de keynesianos sino también de monetaristas tales como Milton Friedman, Henry Kaufman, Martin Feldstein, e incluso, sorprendentemente, Arthur Lafter, el economista de la oferta. Los keynesianos temen por la eliminación de la devaluación como instrumento de la política económica. Las razones de los monetaristas van desde la posibilidad de que el euro afecte negativamente al dólar hasta la eventualidad política de que la Unión conduzca a una guerra civil en Europa! Por el contrario, Lafter piensa que una moneda única europea puede ser una buena idea, pero que los europeos se las arreglarán para que resulte una chapuza.

Incluso algunos economistas europeos se muestran preocupados por el impacto que la unión monetaria puede producir en sus economías nacionales respectivas. Ven las grandes ventajas de una moneda única por lo que se refiere a la disminución de la información y de los costes de las transacciones, así como en la creación de un gran bloque monetario que sirviera de contrapeso al dólar. También ven las necesidades de una unión monetaria que "complete" el proceso hacia un auténtico mercado común, como el de Estados Unidos. Un mercado único requiere una moneda única. Sin embargo, existe preocupación por el coste que pueda representar el abandono del instrumento que es la política del tipo de cambio.

La mejor manera de ilustrar el problema es hablar de choques asimétricos, de cambios de la economía que afectan de forma diferente a los miembros de la unión monetaria potencial. Se habla corrientemente de choques reales, como algo opuesto a los choques monetarios, menos profundos. Cuando se habla de cho-

ques reales se habla de cambios del exceso de la demanda de un grupo de mercancías a otro.

Una alteración de la demanda de bienes de la región A a bienes de la región B amenazará al empleo de la región A y creará presiones inflacionistas en la región B. Una política monetaria expansionista puede restar virulencia al desempleo en A, pero empeorará la presión inflacionista en B. Una política monetaria contractiva sería igualmente perjudicial, por razones opuestas. En ese caso, dicen los que se oponen a la unión monetaria, variaciones del tipo de cambio podrían servir para los correspondientes reajustes. Suponiendo que A y B tengan monedas diferentes, una depreciación de la moneda de A respecto a la de B reduciría simultáneamente el desempleo en A y las presiones inflacionistas en B.

Una unión monetaria elimina esa solución, lo que constituye un argumento importante contra aquella. Como consecuencia de los choques asimétricos –dicen los que se oponen a la unión– un país o una región podrían verse forzados a soportar un largo periodo de un fuerte paro que podría haberse evitado si se hubieran mantenido ajenos a la unión monetaria.

Debe reconocerse que, en los inicios, una unión monetaria no puede aislar a sus partes componentes de los choques reales. Tales variaciones de la demanda disminuyen normalmente la renta real de una región en beneficio de otra. Pero si los críticos de la unión monetaria tienen razón cuando dicen que ésta no puede aislar a una región frente a los choques de la demanda, están equivocados cuando dicen que los tipos de cambio actuarían mejor. No hay política del tipo de cambio que pueda aislar a una economía de las variaciones de la renta real que resultan de choques reales.

Admito que me excedí en la defensa de las uniones monetarias con ocasión de la exposición de la teoría de las áreas monetarias óptimas en mi artículo de 1961, en el que presenté el tema. En el ejemplo que utilicé entonces, una hipotética América de Norte estaba dividida en dos regiones: el Este, que producía coches, y el Oeste, que producía madera. Si se produce una variación de la demanda de coches a madera, unos tipos de cambio flexibles entre Canadá y Estados Unidos no resolverá el problema. Si los argumentos académicos sobre tipos de cambio flexibles fueran válidos (y sostengo que no lo son), la solución del tipo de cambio flexible funcionaría sólo si las monedas fueran reorganizadas en jurisdicciones diferentes: la del Este y la del Oeste.

Naturalmente, no tenía la intención de proponer algo tan tonto como la redistribución de áreas monetarias en América del Norte. Lo que quise hacer era mostrar que si el argumento de los tipos de cambio tiene alguna validez, la tiene sólo para países con una sola región. Unos tipos de cambio flexibles serán inoperantes para solucionar los problemas de desempleo regionales de Gran Bretaña, o los problemas del Mezzogiorno italiano, o los de los alemanes del este del Elba, etc. Si el argumento de la devaluación fuera válido, podría ser aplicado a todas las regiones o subregiones de cualquier país, cada una de las cuales debería tener su propia moneda, susceptible de ser devaluada.

Estados Unidos sabe algo de choques regionales

asimétricos. Las subidas del precio del petróleo de los años 1970 dieron lugar a enormes fortunas en las regiones exportadoras de crudo del sudoeste, pero todo lo contrario en las regiones importadoras, como Nueva Inglaterra. Sin duda, muchos licenciados de Harvard o del MIT desearían entonces que Nueva Inglaterra hubiera tenido una moneda distinta, que habrían devaluado. Pero todo lo que Nueva Inglaterra habría obtenido con ello habría sido un mayor nivel de precios y unos mayores tipos de interés, que habrían acompañado a las expectativas de futuras devaluaciones. Los recursos de una región no aumentan con las devaluaciones.

Hacia mediados de los años 1980 se produjo un cambio de signo cuando los precios del petróleo cayeron, dando lugar a una situación de euforia en Massachusetts y de preocupación en Texas. Si Texas hubiese tenido una moneda diferenciada, algunos economistas, sin duda, habrían recomendado su devaluación. Pero, una vez más, no habría habido un repartimiento de la carga total que constituyó el colapso de las relaciones reales de intercambio. La devaluación de un hipotético dólar tejano habría supuesto un nivel superior de precios y un incremento de los tipos de interés.

La posición contraria a la devaluación y a la inflación como manera de mejorar el empleo se ve reforzada cuando se tiene en cuenta la progresividad de los impuestos sobre las rentas. Una devaluación produce contracciones fiscales y da lugar a incrementos, más que a descensos, de las cifras de desempleo. Las grandes inflaciones de los años 1970 fueron acompañadas de paros crecientes, no decrecientes.

Desde luego, después de un largo periodo de estabilidad de los precios, una devaluación, al igual que un repentino aumento de la velocidad del dinero, puede tener efectos reales debido a rigideces y a la ilusión monetaria. Puede crear una sensación de euforia consecuencia de una activación de la demanda, mayores beneficios e incrementos temporales del empleo en el corto plazo en que las rigideces salariales mantienen el nivel de las remuneraciones. Ese ha sido desde hace tiempo el argumento keynesiano a favor de las devaluaciones. Siempre que las tasas salariales no estén indicadas a los precios, una devaluación súbita puede resultar ser un incentivador temporal para la economía, es decir, mientras dure la vigencia de los contratos laborales existentes. También puede dar lugar a una variación de los titulares de la riqueza, que puede pasar de los acreedores a los deudores, como puede reducir la carga de la deuda nacional, aligerando los problemas de la gestión fiscal.

Sin embargo, nada de todo ello resulta gratuito. Existe el problema moral de que las políticas que promueven las ilusiones monetarias penalizan a los trabajadores y a todos aquellos que perciben rentas fijas, así como a los poseedores de bonos. A la larga desaparecen los elementos de crearon la ilusión monetaria. Desde los arreglos de Bretton Woods, los líderes sindicales y los inversores saben perfectamente que existe una relación entre depreciación monetaria e inflación, y han aprendido cómo protegerse frente a ello. Los salarios se adaptan rápidamente a las predicciones de inflación, quedando como residuo unos precios más altos, sin que esto se traduzca en mejora alguna del empleo. Una

elevada inflación y la depreciación monetaria no han evitado que España tenga la tasa de desempleo mayor de Europa.

Esto, con todo, no significa que no deba prestarse una cuidadosa atención al tipo de cambio con que un país acceda a la unión monetaria. Si el nivel de precios de un país al tipo de cambio actual no está en línea con otros niveles de precios en el interior de la unión, resultaría un mal negocio soportar la dolorosa deflación que se necesitaría para alinear los precios interiores. Gran Bretaña eligió un momento inoportuno para entrar en el Sistema Monetario Europeo, en 1990, toda vez que coincidió con la expansión fiscal alemana que siguió a la reunificación, y también porque las entradas de capital que acompañaron a la reforma de los servicios financieros había hecho subir la libra a lo más alto de su ciclo frente al DM. Así, cuando el Reino Unido tuvo que dejar el SME en 1992, fueron muchos los que criticaron el mecanismo de cambios europeo, entre los que figuraron los asesores de Margaret Thatcher, todos los cuales atribuyeron al Bundesbank la culpa de sus males. Ahí se originó sobre todo la corriente de opinión británica contraria a la Unión monetaria europea. A pesar de lo ocurrido entonces, el episodio contribuyó a la contención de las expectativas inflacionarias de Gran Bretaña.

Dicho país, con el valor de la libra de nuevo en los más altos de su ciclo frente al DM, ha optado ahora por aplazar su acceso a la UEM. Aunque su posición fiscal y deudora es más sólida que la de cualquier otro miembro de la UE (con la excepción de Luxemburgo), la decisión política ha quedado para las próximas elecciones. Mientras tanto, el Reino Unido puede aprovechar el tiempo que tiene ante sí para armonizar su política económica con la del nuevo Banco Central Europeo. La señal de que el mercado crea que la libra ha alcanzado el equilibrio frente al euro verá la luz cuando los tipos de interés de Gran Bretaña hayan bajado a los niveles de los del Continente.

Un buen tipo de cambio es un tipo de cambio viejo. Después de que los países hayan estado en una área monetaria durante largo tiempo, los salarios, los precios y los tipos de interés quedarán armonizados a un nivel común. En la crisis del SME, los recién llegados, como Gran Bretaña, tuvieron que abandonar el Sistema como consecuencia de una crisis. Pero la experiencia de los países del Benelux y de Austria fue del todo diferente. A pesar del choque asimétrico de la unificación de la economía que servía de ancla, esos pequeños países fueron capaces de mantener sus paridades dejando que sus políticas monetarias siguieran siendo dirigidas por la balanza de pagos. En la Unión Monetaria, el ajuste de la política monetaria será automático, no dependiendo de decisiones del banco central.

La Unión Monetaria no eliminará los problemas que el desempleo ocasiona en Europa, debidos a unos tipos impositivos demasiado elevados, a una regulación excesiva de los mercados laborales y a las provisiones resultantes de una red de seguridad muy amplia, cosas que, unidas, han excedido los límites de la eficacia y de las posibilidades fiscales. Sea como fuere, la moneda única contribuirá a una reducción del desempleo. Sin el instrumento de la política del tipo de cambio, los gobiernos se verán obligados en el futuro a acelerar las refor-

mas microeconómicas que ha protegido al ocupado en perjuicio, en parte, del parado. Y lo que es igualmente importante, se producirán efectos directos resultantes de la mayor transparencia de las remuneraciones en el mercado de trabajo, lo cual pondrá en evidencia las condiciones de los mercados laborales de toda Europa, incrementará la movilidad laboral y creará presiones que promoverán la convergencia en materia de pensiones, de subsidios de paro y de imposición sobre la mano de obra.

El establecimiento de una nueva moneda no es nunca fácil. Lo más difícil es la transformación mental que exige de parte del público. Acostumbrado éste a valorar y utilizar las monedas nacionales, todos y cada uno de los 375 millones de habitantes de Eurolandia deberán aprender una nueva manera de comparar y de pensar en cuestiones de precios. También hay ahí un componente emocional, un trauma por la pérdida de algo propio, ancestral. Algo vinculado, a veces, a la noción de patria. Todo ello sin olvidar la pérdida de soberanía monetaria, componente importante ésta de la soberanía política.

Estos costes no pueden ser ocultados. Pero, frente a los mismos, debe pensarse en el mayor poder del euro. En vez de una moneda legitimada para efectuar transacciones en un espacio reducido, los europeos dispondrán de una moneda con validez para todo un continente. Eso supondrá una mayor transparencia de los precios, la estabilidad de las expectativas y unos menores costes de las transacciones, así como una política monetaria común dirigida por los mejores cerebros de Europa. Esas ventajas proporcionarán al euro el prestigio que compensará la pérdida de lo que se pierda. Dado que los costes se pagan de golpe, de una sola vez, mientras que los beneficios se prolongan, progresivamente aumentados, indefinidamente, es muy probable que el valor capitalizado de los últimos exceda al de los primeros.

La Unión monetaria será muy útil para la integración de los mercados de mercancías, factoriales y de capitales de Europa. Incrementará la competencia y revolucionará los mercados financieros. Estimulará la racionalización, las fusiones y las absorciones en el campo del negocio bancario y en el comercial. Y, lo que tal vez sea más importante, la UEM cambiará la manera de pensar de los europeos, bien sobre si mismos bien como sujetos de un continente multiregional, con un mercado que, súbitamente, se habrá convertido en el mayor del mundo.

Por otra parte, la creación del euro representará el cambio más espectacular que se haya producido en el sistema monetario internacional desde que el presidente Nixon desvinculó al dólar del oro en 1971. Cuando el dólar se separó del oro, otros países abandonaron al dólar y empezó la era de los tipos de cambio flexibles.

Sin embargo, en otro sentido, la aparición del euro puede ser incluso más importante que la ruptura de los lazos que unían el dólar al oro. El advenimiento de tipos de cambio flexibles no alteró la configuración del poder del sistema monetario internacional. Tanto antes como después de la ruptura, el dólar constituyó la moneda dominante del sistema. Ahora bien, la creación del euro

puede suponer un reto para el dólar. En este sentido, la llegada del euro podría constituir el acontecimiento más importante de la historia del sistema monetario internacional desde que el dólar relevó a la libra en el papel de moneda dominante, durante la Primera Guerra Mundial.

La creación del euro establecerá nuevos precedentes. Por primera vez en la historia, un importante grupo de países independientes han acordado voluntariamente renunciar a sus monedas nacionales, agrupar sus facultades en materias monetarias y crear una supermoneda de dimensiones continentales. El euro creará una alternativa del dólar en sus papeles de unidad de cuenta, moneda de reserva y de instrumento de intercambios. La transición a la nueva situación supondrá un reajuste masivo por lo que afecta a las preferencias monetarias en el mundo bancario, en la composición de reservas, en los movimientos de capitales, con efectos permanentes en los esquemas de las balanzas corrientes y comerciales.

La aparición del euro será uno de esos acontecimientos que marcan una época y que sólo pueden ser entendidos en el contexto de periodos de la historia. Las grandes monedas internacionales han solido surgir y crecer paralelamente con la aparición y auge de países poderosos. La libre fue la moneda internacionalmente dominante del siglo XIX, tanto porque la política monetaria de Gran Bretaña, vinculada al oro, fue un modelo de estabilidad, como por la presencia y poderío del Imperio Británico, el mayor de su época, dirigido desde el centro financiero que fue Londres. La libra, sin embargo, resultó muy afectada, negativamente, con la Primera Guerra Mundial, en un momento en que otra moneda, el dólar, esperaba tomar el relevo. Después de la Segunda Guerra Mundial, el Banco de Inglaterra fue nacionalizado, se derrumbó el Imperio Británico y la política monetaria se desprestigió, víctima del "trade-off" entre inflación y paro conocido como la Curva de Phillips. Isabel I tuvo una política monetaria más estable que Isabel II.

El dólar se convirtió así en la moneda dominante como consecuencia de la dimensión de Estados Unidos y de su estabilidad monetaria. Ya en los años 1870 Norteamérica constituía la mayor economía, y al comienzo de la Primera Guerra Mundial el PIB de Estados Unidos era tres veces mayor que el de los países que le seguían por el peso de sus economías (Gran Bretaña y Alemania). Después de la Segunda Guerra Mundial, el dólar consiguió una posición en las finanzas internacionales que nadie había ocupado desde los días del denario romano. Sujeto al oro, el dólar presidió, después de la Segunda Gran Guerra, un periodo de muy reducido desempleo, rápido desarrollo y estabilidad de los precios. Fue un gran periodo, cuyos resultados destacan sobre lo conseguido en el que le precedió y en el que le siguió, en los años 1970.

En realidad, los primeros síntomas de deterioro empezaron ya en los años 1950. El incremento de los precios que se produjo durante la guerra hizo que el oro, cuyo precio había sido establecido en los años 1930, resultara subvalorado. Así, sólo fue una cuestión de tiempo que Estados Unidos dejara de estar en condiciones de convertir dólares en oro a 35 dólares la onza

para las autoridades monetarias extranjeras. Hacia los años 1960, Norteamérica había vendido a los países europeos alrededor de la mitad de sus reservas en oro.

Enfrentado con peticiones de conversiones adicionales de dólares en 1971, Estados Unidos puso fin a la convertibilidad del dólar.

Los defensores de la flexibilidad de los tipos de cambio habían sostenido que bajo un régimen de cambios flexible, los países no necesitarían reservas, que las balanzas de pagos se equilibrarían automáticamente y que la amenaza de devaluación sería un obstáculo frente a la inflación tan potente como las menores reservas.

Ninguna de esas predicciones resultó cierta. Libre de todo vínculo con el oro, la política monetaria de Estados Unidos resultó inflacionaria. Liberados del dólar, los otros países abrieron sus bolsas. Dejado a su aire, el mercado de eurodólares explotó. Los precios del oro y del petróleo subieron, y los déficit resultantes de la subida del crudo se financiaron a través del mercado de eurodólares. Se activó la inflación, aumentaron los impuestos y subió el desempleo. Apareció un nuevo vocablo, "stagflation", con el se quiso describir el fenómeno de una rápida inflación unida a un elevado desempleo. Una pronunciada inflación y la caída del dólar llevó a los europeos a la creación del Sistema Monetario Europeo, como instrumento de defensa frente al dólar.

Una objeción importante a la utilización del dólar como moneda internacional es que confirió a Estados Unidos un poder y una renta que los otros países no tenían. Mientras otros países debían liquidar sus déficit con costosas reservas, Estados Unidos podría saldar sus déficit a través de simples operaciones contables, cosa que llevó al general Charles de Gaulle a decir que ese era "un privilegio exorbitante", ya que, según decía Jacques Rueff, se trataba de "déficit sin lágrimas". Las ganancias obtenidas por Estados Unidos con la utilización del dólar como moneda internacional constituyó una derecho de señorío, o un impuesto monetario ("money tax").

La inflación del dólar no hizo más que agravar la "money tax". Cuando la tasa de inflación de Estados Unidos aumentó, las balanzas en dólares se depreciaron en términos reales. Para mantener el valor de las reservas en la misma proporción frente a las importaciones, los países tuvieron que aumentar las disponibilidades en dólares, sólo para compensar las pérdidas provocadas por la inflación.

No puede sorprender, por consiguiente, que los deseos de Europa por encontrar una alternativa al dólar fueran mayores cuando esta moneda se encontraba más débil. Una inflación en alza y un dólar tambaleante a finales de los años 1960 condujeron a la cumbre de la Haya de 1969, que estableció el objetivo de una moneda única europea. El débil dólar de últimos de la década de los 70 dio lugar a la cumbre de Bremen y al SME; y el también flojo dólar de finales de los 80 condujo al Informe Delors, precedente inmediato del Tratado de Maastricht. En cambio, poco se dijo de la unión monetaria en las fases en las que el dólar se mostró comparativamente fuerte, a mediados de los 60, o de los 70, y a

principios de los 80. Si en los años más recientes la Reserva Federal ha restaurado la credibilidad del dólar lo ha hecho demasiado tarde para contener el proceso que ha de llevar a la Unión Económica y Monetaria Europea.

Fuerzas parecidas a las que socavaron la posición del dólar bajo los arreglos de Bretton Woods operan en el presente amenazando al dólar del futuro. En el sistema de cambios fijos de la post-guerra, el crecimiento económico conducía a los países a acumular dólares para fortalecer sus reservas. Unos tipos de cambio flexibles redujeron la importancia de las balanzas de pagos, pero incrementaron la de las balanzas comerciales y la de las balanzas por cuenta corriente. No sólo los gobiernos y los bancos centrales, sino también las entidades inversoras desean añadir dólares y activos en dólares a sus carteras año tras año. Dinero extranjero invertido en el mercado de capitales de Nueva York financió el enorme gasto de Estados Unidos, superior a su PIB y que resulta de los grandes déficit corrientes y comerciales que han caracterizado las cuentas exteriores de Norteamérica desde finales de los años 1970. Junto con las entradas de capital debe dejarse constancia de la deuda internacional, que ha hecho de Estados Unidos el mayor deudor mundial de la historia.

Es cierto que Estados Unidos puede estar orgulloso de lo que ha conseguido en el campo de la economía en los años más recientes. Con excepción de nueve meses de recesión en 1990-1991, los 15 años transcurridos entre 1982 y 1998 han presenciado un continuo descenso de la inflación y una expansión ininterrumpida que ha producido más de 38 millones de nuevos empleos, cifra que supera a la de toda la fuerza laboral de Alemania. Además, Estados Unidos se encuentra en el centro de la revolución electrónica que ha de cambiar la vida de la gente de una manera más pronunciada de lo que lo hizo la Revolución Industrial.

No obstante, sería un error olvidar el lado negativo de ese periodo. En los mismos 15 años, los déficit por cuenta corriente han superado el billón y medio de dólares, transformando a Estados Unidos del mayor acreedor al mayor deudor del mundo. En los años 1940, Estados Unidos representaba más de un tercio de la producción mundial, era un exportador neto de capitales, con un fuerte superávit, tenía unas reservas inmensas, con las dos terceras partes del *stock* mundial de oro, y era con mucho el mayor acreedor. Medio siglo más tarde, su parte de la producción mundial se ha reducido al 22 por ciento, es el mayor importador de capitales, con un déficit comercial importante y crónico, es también uno de los países con una menor tasa de ahorro, así como el mayor deudor internacional, según se dijo. Aunque una demografía mejor que la de Europa o la de Japón supondrá un respiro temporal durante la próxima década, la baja tasa de ahorro planteará en el futuro problemas que será difícil digerir.

Llegará un tiempo en que la acumulación de deuda internacional impedirá confiar en el dólar como moneda de ámbito mundial. Sería absurdo predecir una política monetaria inestable en Estados Unidos mientras Alan Greenspan esté al frente a la misma. Pero el hecho de que una gran parte de las reservas internacionales esté constituida en dólares, hace que esta moneda cree pro-

blemas en los casos de crisis monetarias. No fue una casualidad que el dólar cayera a 79 yens en 1995, en el peor momento que siguió a la crisis mejicana, poniendo en peligro la solidez de la ya debilitada economía de Japón.

En los años que siguieron a la Segunda Guerra Mundial resultó inevitable que surgiera un sistema basado en el dólar. Fueron años en los que el resto del mundo acusó una notable inestabilidad. Pero con la creciente fortaleza de Europa y —a pesar de las dificultades presentes— de Japón, confiar sólo en el dólar como moneda de reserva supone asumir riesgos innecesarios. Aunque el dólar siga siendo un elemento importante del sistema monetario internacional —tal vez el más importante— no es ya necesario, ni siquiera conveniente, tanto para Estados Unidos como para el resto del mundo, confiar sólo en él.

¿Qué deberían hacer los otros países en un mundo con un dólar potencialmente inestable? La flotación de las monedas nacionales es una posibilidad, pero muchos países que han adoptado esta solución han caído en la inestabilidad monetaria. La flotación deja a los pequeños países sin un objetivo fácilmente detectable y transparente en materia de política monetaria. Además, balcaniza a todo el mundo ajeno al dólar, por lo que en realidad amplía y exagera el poder y la importancia del dólar. Contrariamente a lo que dicen sus defensores, se necesitan más reservas, no menos, bajo un régimen de tipos de cambio flotantes. No es casualidad que las cuatro economías asiáticas que eludieron la reciente crisis —China, Singapur, Taiwan y Hong Kong— tuvieran inmensas reservas monetarias, o un régimen monetario estable, o ambas cosas a la vez. En el futuro, más reservas monetarias importantes serán contempladas como un factor de independencia.

La creación de una auténtica moneda multilateral es una opción teóricamente interesante. Se trata de una gran oportunidad que no se aprovechó en las reuniones de Bretton Woods, en 1944. Ahora bien, históricamente, la reforma del sistema monetario internacional dirigida a la creación de una moneda internacional ha sido siempre obstaculizada por la superpotencia de turno: Gran Bretaña en el siglo XIX y Estados Unidos en el siglo XX. Hoy no hay perspectiva alguna de una moneda mundial, y cualquier propuesta que se hiciera al respecto sería desbaratada por Norteamérica. Cuando el euro sea una realidad, Europa encontrará probablemente que lo que le conviene es unirse a Estados Unidos en la oposición a cualquier cambio que limitara el alcance internacional del euro.

Los tipos de cambio fijos sujetos al dólar —la solución de Bretton Woods— serían teóricamente un buen paso hacia la estabilidad si fueran acompañados por un mecanismo de ajuste como el que funcionaba bajo el viejo "gold standard". Pero sin algún tipo de compromiso para la convertibilidad en dólares, no resultará interesante como sistema de alcance mundial. Tampoco tendría la pátina multilateral que supusieron los acuerdos de Bretton Woods en la etapa de la post-guerra. Sería posible, naturalmente, que Estados Unidos propiciara la creación de instituciones que internacionalizaran el área dólar. Ahora bien, para muchos países y,

desde luego, para Europa, resultaría impensable que aceptaran incorporarse a semejante área.

Afortunadamente, al revés de lo que ocurre en otros países, Europa dispone de una alternativa. Con la integración ya bien avanzada, Europa sólo necesita poner los últimos retoques a su mercado común con una moneda única. Con 11 países ya a punto, todo está preparado para una área monetaria susceptible de ser una alternativa al dólar. Esta atractiva nueva opción representaría una enorme ventaja para otros países en el caso de que el dólar tienda una vez más hacia la inestabilidad y en especial para aquellos países en los que dificultades políticas impidan la sujeción de sus monedas al dólar.

La creación del euro le convertiría inmediatamente en una moneda selectiva de reserva para un gran número de países conectados con Europa por el comercio o por las finanzas. El pase del dólar al euro empezaría en cuanto se confirmara la confianza en la política del nuevo Banco Central Europeo. China ha hecho saber ya, que tendrá parte de sus reservas en euros. Otros países seguirán. ¿Cómo será el sistema monetario internacional establecido sobre esas bases?

A primera vista parece que debería estar dominado por tres monedas principales, el dólar, el euro y el yen, con una preeminencia del tipo dólar-euro, que se convertiría en el precio más importante del mundo.

Estados Unidos y Europa, juntos, representan el 60 por ciento de la producción mundial. Si se añade a Japón, las tres áreas representarían el 70 por ciento del PIB mundial. Es probable que la unión monetaria de Europa provoque iniciativas dirigidas a la formación de un bloque monetario asiático, encabezado por Japón, China o los miembros de la ASEAN.

Si bien el dólar, el euro y el yen van a ser las monedas más importantes del mundo en los años inmediatos, sería un error ignorar el papel del oro. El oro es en la actualidad el segundo activo de reserva. Los *stocks* extraídos de oro son de alrededor de las 110.000 toneladas, que pueden valorarse en 1,1 billones de dólares, a 10 millones de dólares la tonelada. Las autoridades financieras disponen de una tercera parte, aproximadamente, de esas cantidades; más exactamente, de 1,1 m.m. de onzas, que valen 330 m.m. de dólares, a 300 dólares la onza. Los países de la UE cuentan con 262 millones de onzas. Por consiguiente, Europa tendrá mucho que decir cuando se trate de determinar el papel que ha de representar el oro en el futuro del sistema monetario internacional.

Sería un error pensar que Europa estará interesada en desprenderse de grandes *stocks* de oro en una eventual gran venta de éste. Ninguno de los grandes poseedores de oro tiene interés alguno en reducir el precio de un gran activo de reserva. Pero Europa puede pensar que sus reservas de oro no han tenido ningún papel hasta ahora en el fortalecimiento de la confianza en el euro. Cuando éste es comparado con las grandes monedas del pasado, los dos elementos que constituyen la base de su eventual fortaleza son, evidentemente, éstos: la gran amplitud de su área comercial y la cul-

tura de la estabilidad que inspirará la política del sistema europeo de bancos centrales.

Conviene tener en cuenta, sin embargo, que el euro tendrá dos puntos débiles si se le compara con sus grandes predecesores. Primero, que el euro verá la luz como por encanto, en el sentido de que no estará vinculada al oro. Segundo, que el euro no será el producto de un Estado centralizado fuerte. Estas debilidades serían letales si no fuera por la presencia de dos circunstancias especiales: las reservas en oro de Europa compensarán la debilidad inicial y, por otra parte, Europa contará con el respaldo militar de la OTAN y, a largo plazo, tal vez, con la garantía política de una Europa plenamente integrada.

Si bien el euro puede contribuir a la estabilidad del sistema monetario internacional a largo plazo, también es posible que haya de enfrentarse con serios problemas en sus inicios. El nuevo euro producirá cambios en las preferencias monetarias de los bancos centrales y de otros administradores de carteras por lo que a la constitución de éstas se refiere. Los efectos de la diversificación son inevitables. Imagínense el efecto sobre los tipos de cambio si las nuevas preferencias monetarias fueran tales que los países desearan que sus reservas estuvieran constituidas por dólares y euros a partes iguales.

Tanto la UE como Estados Unidos deberán actuar con firmeza para facilitar la etapa transicional. Ninguna de las dos áreas puede desear una depreciación significativa del dólar. No es probable, sin embargo, que una acción bilateral en esta materia fuera a ser amistosa. Mejor sería reconocer que puede haber problemas y que lo mejor sería crear un marco institucional para resolverlos (una posibilidad sería el establecimiento de una "cuenta de conversión" —*conversion-account*— bajo los auspicios del Fondo Monetario Internacional, autorizada para aceptar depósitos en oro, dólares y euros a cambio de balanzas de crédito —*credit balances*— nominales, tal vez, en derechos especiales de giro diseñados para responder del euro).

El euro es algo que puede darse por hecho. Mi opinión es que una unión monetaria bien administrada que comprenda a la mayoría de los Estados de la UE actual —y a la mayor parte de Europa en el futuro— será enormemente provechosa para la población europea y también para el resto del mundo, incluyendo Estados Unidos. Los miembros de la UEM obtendrán no sólo una moneda asimilable al dólar y un derecho de señorío internacional sino también una mayor influencia en la gestión del sistema monetario internacional. El resto del mundo, por su parte, conseguirá un activo alternativo al dólar, susceptible de ser utilizado como reserva, así como una nueva moneda estable que pueda servir de base para unos tipos de cambio o unos consejos monetarios (*currency boards*) estables. Estados Unidos, en fin, dispondrá del necesario relevo en los casos en que se produzca un debilitamiento del dólar como moneda internacional, un continente con una moneda única que ha de facilitar grandemente los intercambios comerciales y un interlocutor —Europa— interesado también en construir un sistema monetario internacional estable, apropiado para el siglo XXI.

La defensa del euro puede ser hecha con argumentos sólo económicos. Pero hay otros factores que pueden ser asimismo tenidos en cuenta. La geografía de Europa hace de ella también una entidad política. El argumento político que se utilice en la defensa del euro no difiere del que se utiliza en general en la justificación de la integración europea. En la post-guerra, el argumento se sostenía sobre tres pilares: la necesidad de acabar de una vez con el conflicto germano-francés; el temor de una invasión por parte de la Unión Soviética y el deseo de emular a Estados Unidos. El fin de la guerra fría no invalidó el argumento. La UEM proporciona la clave y el catalizador para una Europa política más segura.

En los tenebrosos días de Octubre de 1942, Winston Churchill habló ya de "unos Estados Unidos de Europa", con libertad de movimientos de las personas y una economía unida. "Espero ver un Consejo de tal vez diez unidades, incluyendo las antiguas grandes potencias", escribió Churchill. Un año después de que el conflicto concluyera, en un discurso pronunciado en Zurich en septiembre de 1946, Churchill fue todavía más explícito: "Si Europa se uniera algún día en el disfrute de su herencia común, no habría límites para la felicidad, la prosperidad y la gloria, con sus 300 ó 400 millones de habitantes participando en este estado de felicidad". Una serie de "horribles contiendas nacionalistas" destruyeron la paz y amenazaron con frustrar el futuro. "Pero hay un remedio a esa situación, que si fuera general y espontáneamente adoptado por la gran mayoría de la población de los diferentes países supondría como un milagro que transformaría todo el panorama y que haría que en pocos años Europa, o la mayor parte de ella, fuera tan libre y tan feliz como lo es la Suiza de hoy".

Una gran parte del sueño de Churchill es ya una realidad. La UEM hará el resto.

Los 11, ante la perspectiva de una política monetaria única

The Economist, 7 de Marzo)

Los ministros de Hacienda europeos vuelven a tener alas. Después de varios años de poco crecimiento y de austeridad fiscal, los citados gestores del erario público tienen bastantes motivos de satisfacción. Las economías europeas, en efecto, viven otra fase expansiva, y si esto es cierto para Alemania y Francia, más lo es aún para España e Irlanda. El doloroso proceso de cualificación para la moneda única ha terminado, o está a punto de terminar. Once países, tras haber conseguido superar las exigencias para participar en el euro, se disponen a ceder la responsabilidad de su política monetaria al Banco Central Europeo, cosa que podría tener lugar antes de transcurridos diez meses.

Ahora bien, aunque las economías europeas crecen, no lo hacen al unísono. Esto representa una grave dificultad para el BCE. La principal tarea del banco central será establecer una política monetaria única para los 11 Estados de Eurolandia ("euro-land"). Pero, por lo menos en la situación en que se hallan las cosas en el

momento presente, resultaría difícil encontrar una política monetaria única que satisficiera las necesidades de Finlandia y Francia, una política que, v.g., contuviera las presiones inflacionistas en España sin conducir a Alemania a una nueva recesión.

La reactivación económica ha hecho olvidar las incertidumbres sobre el buen funcionamiento de la moneda única. Salvo decisiones sorprendentes del tribunal constitucional alemán (que está estudiando ciertas objeciones a la creación de la unión monetaria), Alemania, Francia, Italia, España, Bélgica, Austria, Finlandia, Portugal, Irlanda y Luxemburgo decidirán el 1 de Mayo la inmovilidad de sus tipos de cambio "internos". Su objetivo, a partir de ese momento, será la cooperación de los unos con los otros en materia de política monetaria, hasta que el 1 de Enero de 1999 tome las riendas de ésta el Banco Central Europeo, el cual, según se dijo, aplicará una política monetaria única a todos ellos.

El BCE establecerá los tipos de interés de acuerdo con la situación económica de la zona euro. En general, esta situación es hoy favorable, excepto por lo que se refiere a la tasa de paro. La economía de los 11 países euro creció un 2,5 por ciento en 1997, y lo más probable es que aumente todavía más en el año en curso. La inflación, en los doce meses anteriores a Enero, fue sólo del 1,4 por ciento, y no muestra señales de reactivación alguna. Con tales favorables perspectivas, el BCE establecerá probablemente unos tipos de interés de alrededor del 4 por ciento, es decir, alrededor de la media actual europea.

Lo que es bueno para Eurolandia en su conjunto, sin embargo, puede no serlo para alguna de sus partes. Aunque los 11 países euro tuvieron el año pasado unas tasas de inflación, unos tipos de interés a largo plazo y unos déficit fiscales similares, lo cierto es que consiguieron esos resultados con unas políticas monetaria y fiscal substancialmente diferentes. El incremento del PIB, los tipos de interés a corto plazo y el desempleo difieren significativamente según los países. En general, existen por lo menos dos economías diferentes, con necesidades conflictivas: un núcleo central, que incluye a Alemania, Austria, Francia, Luxemburgo y Bélgica, y el grupo constituido por los países periféricos: España, Portugal, Italia e Irlanda.

El núcleo central, por fin, se está recuperando después de varios años de estancamiento. Alemania creció un 2,2 por ciento el año pasado, mientras Francia conseguía un 2,4 por ciento. Las economías de dicho núcleo central tienen un amplio espacio de maniobra, y los precios no sufren presión alguna. Los tipos de interés a corto plazo subieron un cuarto de punto, al tiempo que los presupuestos se reducían alrededor de un 1 por ciento del PIB. Esa contracción limitará el crecimiento en 1998. Lo que necesita ahora el núcleo central son unos tipos de interés a corto menores para asegurar que la expansión no se fruste.

En cambio, la periferia crece tan deprisa que corre el peligro de sobrecalentamiento. El PIB de España subió un 3,4 por ciento el pasado año, y un 7,5 por ciento lo hizo el de Irlanda. El crecimiento de Italia también se acelera, aunque su PIB subiera sólo un 1,5 por ciento en 1997 (2,8% si se calcula del cuarto trimestre de 1996

al cuarto trimestre de 1997). Por otra parte, es probable que el crecimiento de esos países periféricos aumente en 1998. Así, lo que la periferia necesita son unos mayores tipos de interés con el fin de evitar un incremento de la inflación.

Con una política monetaria común, el núcleo central y la periferia podrían recibir una política monetaria opuesta a la que necesitan. Si el BCE establece un tipo de interés del euro del 4 por ciento, la medida significará unos tipos mayores para los prestatarios a corto plazo de Alemania y Francia, países en los que los préstamos a tres meses cuestan ahora alrededor del 3,5 por ciento. El aumento de los tipos, por consiguiente, podría repercutir negativamente, e inoportunamente, en el crecimiento de esos países, particularmente de Alemania.

Para la periferia, unos tipos para el euro del 4 por ciento supondrían una disminución de los actuales. Los países periféricos han tenido tradicionalmente unos tipos de interés superiores a los de Alemania. Si bien tales tipos bajaron substancialmente en 1997 y se hallan hoy mucho más cerca de los alemanes, las diferencias persisten. Los tipos para préstamos a tres meses son de alrededor del 4,5 por ciento en España, del 5,5 por ciento en Italia y del 6 por ciento en Irlanda.

La reducción de los mismos puede constituir una fuente de inflación. En los casos de España e Italia, dichos recortes de los tipos tendrían lugar después de una etapa de flexibilización de la política monetaria que se ha estado produciendo desde hace un año y medio, sin que se conozca aún del todo el impacto que puede producir. Y si bien tal flexibilización monetaria del año pasado fue compensada con una contracción fiscal —España redujo su déficit fiscal en un 1,8 por ciento del PIB en 1997, mientras que Italia lo hizo en un 4 por ciento ese año— los dos países piensan soltar sus cinturones presupuestarios. Además, la inflación en España e Italia tiende todavía a ser alrededor de un punto porcentual más elevada que en Alemania y Francia en situaciones equivalentes del ciclo económico. Así lo ha hecho observar R. Prior-Wandesforde, economista de HSBC James Capel, el banco de inversión británico. Si lo que dice éste es cierto, aquellos dos países necesitarán unos tipos de interés más elevados que Francia y Alemania para obtener unas tasas de inflación similares.

¿Y qué decir de los otros dos países de la zona euro, Holanda y Finlandia? La política monetaria única tampoco será la que más les convenga, probablemente. La producción de Holanda creció en 3,3 por ciento el pasado año. Finlandia lo hizo un 4,6 por ciento. Ninguno de los dos países se halla ante una gran expansión, pero sin unos mayores tipos de interés uno y otro deberán hacer frente pronto a presiones inflacionistas. Con unos tipos de alrededor del 4 por ciento, que pueden ser los que establezca el BCE, será difícil que esos dos países contengan la inflación.

Todo lo dicho conduce a una situación más bien difícil. Dado que los gobiernos europeos han renunciado al instrumento de los tipos de interés, la política fiscal es lo último que los queda para el caso de que la política monetaria común permita que sus economías crezcan

más lentamente de lo que pudieran crecer, o más deprimida de lo que puedan permitirse sin que se produzca presión sobre los salarios y sobre los precios de los bienes raíces. Ahora bien, muchos de esos países cuentan con unas opciones muy limitadas. Alemania y Francia, que registran ya unos déficits presupuestarios de alrededor del 3 por ciento del PIB, no están en muy buena situación para reducir impuestos o para incrementar el gasto público si las circunstancias lo recomendaran. En el otro extremo, Irlanda, que tuvo el año pasado un gran superávit presupuestario, podría verse obligada a tenerlo todavía mayor si la política monetaria única no es lo suficientemente contractiva para convenir a sus necesidades.

A largo plazo, tales problemas irán disminuyendo. El efecto euro —y uno de sus propósitos— será que los países europeos consigan unos resultados parecidos. Pero el proceso hacia esa convergencia puede resultar complicado. Los políticos que se muestran entusiasmados ante la próxima creación de un banco central común, tal vez lo estén menos cuando la realidad les toque de cerca.

¿Cuán serio es el riesgo de una política monetaria europea única?

(Riccardo Barbieri, en *Financial Times* de 19 de Marzo)(1)

En los últimos seis meses, el debate sobre las implicaciones que suponen para los países "periféricos" la participación de éstos en la UEM ha cambiado espectacularmente.

En un principio, la atención se centraba en el temor de que la condición de miembros de la zona-euro de Italia, España y Portugal obligaría al Bundesbank, y más tarde al Banco Central Europeo a elevar los tipos de interés muy por encima de lo que iba a convenir al núcleo central europeo (básicamente, Francia y Alemania). Las consecuencias serían una corriente deflacionista en el conjunto de la zona.

Más recientemente, el debate se ha concentrado en el temor opuesto: que los tipos de interés serán demasiado bajos para los países periféricos.

De conformidad con esta línea de pensamiento, unos tipos de interés demasiado bajos condenarían a Italia, y todavía más a España y Portugal, a un severo recalentamiento y a un ciclo con pronunciados altibajos.

El argumento del recalentamiento se describe del siguiente modo: es probable que el BCE establezca su política monetaria sobre la base de la media ponderada de las tasas de inflación europeas, no de la media simple. Así, al establecer los tipos de interés, el BCE dará toda la importancia que merecen a las grandes economías, y en especial a Alemania y Francia.

Dado que los países periféricos —incluidas Italia e Irlanda— representan sólo una tercera parte del PIB de la zona-euro, una política monetaria fuertemente influi-

da por los grandes países de baja inflación conduciría a una reducción de los tipos de interés de los países periféricos de tal vez el 4 por ciento, un porcentaje demasiado bajo para contener la inflación (los tipos para préstamos a un mes en Italia son del 5'8 por ciento, y del 4'5 por ciento los de España).

Los periféricos experimentarían una fuerte recuperación en su crecimiento, que sería seguida de una elevación notable de su tasa de inflación que erosionaría su competitividad, todo lo cual conduciría a una "stagflation" y a un aumento del paro. Dichos países no podrían devaluar dentro de la UEM, ni podrían flexibilizar significativamente su política fiscal sin incurrir en las sanciones del pacto para la estabilidad. De ahí que se verían limitados en su capacidad para hacer algo para contener el desempleo, salvo el abandono de la UEM pura y simplemente.

Hay una parte de verdad en dicho argumento. Pero me parece que el riesgo de sobrecalentamiento es moderado, y sería más que compensado por las ventajas económicas de una UEM amplia. Cuatro razones justifican este punto de vista:

— Primero, si bien es cierto que unos menores tipos de interés promoverían el crecimiento, lo harían menos de lo que generalmente se suele creer. Además, las consecuencias inflacionistas serían probablemente menores de lo que se piensa.

Y esto porque si los tipos de cambio son fijos, unos tipos de interés más bajos tienen un impacto macroeconómico modesto —y diferente— de lo que es el caso en unas economías pequeñas y abiertas, en las que una caída de los tipos tiende a fortalecer la inversión más que el consumo privado.

Para constatar los efectos, contémplese el caso de Italia. Experimentos llevados a cabo por el banco central de ese país en su modelo económico indican que, en el marco de la UEM, por cada 100 puntos básicos de descenso de los tipos de interés (durante dos años) el PIB real sube un 0,31 por ciento en el segundo año, y un 0,24 por ciento en el tercero. El consumo privado aumenta sólo modestamente (0,12 por ciento el tercer año), mientras que la inversión responde con fuerza (1,8 por ciento). La inflación sólo sube un 0,09 por ciento. Si —fuera de la UEM— el tipo de cambio se viera libre de responder a las alteraciones del tipo de interés, la inflación aumentaría un 0,5 por ciento, es decir, cinco veces más que bajo un régimen de cambios fijos.

La modesta respuesta del consumo privado a unos menores tipos de interés se constata en lo que ocurre en el caso de familias italianas que disponen de abundantes activos, financieros y reales, y con pocas deudas: a finales de 1996, sus activos financieros eran casi 15 veces mayores que sus pasivos.

Además, los italianos todavía conservan la mayor parte de su riqueza financiera en forma de instrumentos a corto plazo y de letras de tipos variables. Como resultado de ello, unos tipos menores disminuirían la renta de tales depósitos, contrapesando los efectos "riqueza" positivos que resultarían del descenso de los tipos de interés.

Esto no ocurre sólo en Italia. Consideraciones parecidas pueden aplicarse a España, la otra gran economía mediterránea.

— Segundo. Existen razones estructurales para pensar que el potencial inflacionista se verá disminuido. La UEM, probablemente, dará lugar a una mayor competencia y a una sensación mayor de inseguridad económica. Una moneda única facilitará el acceso a otros mercados, dentro de la zona-euro. Industrias que hasta ahora se han visto protegidas de la competencia internacional (como el negocio bancario) deberán ser profusamente reestructuradas, lo que supone reducciones de las plantillas. Y la confianza del público en los sistemas de pensiones públicas se reducirá aún más, probablemente. Estos factores hacen pensar no sólo que es poco probable un gran incremento del consumo privado sino que los precios al por menor se verán sometidos a una fuerte presión durante algún tiempo.

— Tercero. Es probable que la política fiscal de los países periféricos permanezca restrictiva, con lo que se limitaría la posibilidad de que se inicie un ciclo muy expansivo. El dividendo de unos bajos tipos de interés de la UEM liberará recursos de los presupuestos estatales (especialmente en Italia) pero serán utilizados en gran parte para sustituir los recursos obtenidos tras las medidas puestas en marcha, por una sola vez, en 1997 y, en menor medida, en 1998, para incrementar los ingresos fiscales. Como consecuencia de ello, pasarán por los menos dos años antes de que se pueda detectar una flexibilización fiscal.

— Cuarto. Es muy probable que los incrementos salariales sigan tomando como punto de referencia los objetivos oficiales por lo que a la inflación se refiere, y esto a través de la llamada "política de rentas". Las expectativas en cuanto a inflación y a moderación salarial se basan no sólo en los resultados de los últimos años sino en el hecho de que, si la UEM sigue adelante, las empresas italianas y españolas deberán mostrarse más firmes en materia salarial de lo que fue el caso años atrás. Los sindicatos, por su parte, deberán darse cuenta de que un crecimiento excesivo de los salarios en un mercado único con una moneda única supondría un castigo no sólo para el país en su conjunto sino para todos aquellos que se encuentran sin empleo.

Una moderación de los salarios y de los precios no significa que una nueva etapa expansiva después de años de estancamiento no se traducirá en un cierto grado de inflación en los servicios y, sobre todo, en los bienes raíces. Sin embargo, los indicadores de que se dispone sugieren que, desde 1992, los precios de los bienes raíces en Italia (y en menor medida en España) han descendido significativamente en términos reales. Una recuperación, siempre que no se convierta en una burbuja, no supondría un problema serio.

En general, si los tipos de interés bajan más en la recta final de la UEM y se mantienen razonablemente bajos después, España y Portugal deberían contemplar la prosecución de la etapa de expansión económica que están viviendo. Italia, por su parte, debería iniciar una nueva fase de crecimiento, después de una década de estancamiento.

Una expansión mayor y la moderación salarial deberían traducirse en unos beneficios empresariales superiores. El núcleo central europeo también debería beneficiarse de las mejores condiciones monetarias y del mayor crecimiento de la periferia, que constituye el mejor mercado de exportación de los países centrales. Como resultado de todo ello, el crecimiento en el conjunto de la zona-euro, así como el comportamiento de las bolsas de valores, deberían verse altamente favorecidos.

Puede que una UEM amplia no esté exenta de riesgos, pero cada día está más claro que constituye la mejor oportunidad para Europa de volver a un crecimiento estable y sólido.

NOTAS

(1) Riccardo Barbieri es el primer economista de Morgan Stanley Dean Witter.

Otro paso hacia el euro

(*Le Monde*, 9 de Abril. Editorial)

La Asamblea Nacional adoptó, el miércoles 8 de Abril, el proyecto de ley que modifica los estatutos del Banco de Francia con vistas a la participación de éste en el Sistema Europeo de Bancos Centrales. La formulación es algo tecnocrática, pero el significado es simple: el Banco de Francia cede una buena parte de sus prerrogativas en beneficio del futuro Banco Central Europeo, con sede en Francfort.

La historia registrará esa fecha: Francia procedió ese día a delegar una parte importante de su soberanía. La política monetaria se le escapa de las manos a favor de ese organismo supranacional que será el BCE, la primera institución verdaderamente federal de Europa. Por lo menos así serán las cosas a partir del 1 de Enero de 1999. En realidad, el BCE será creado en el curso del verano de 1998, después de que los Quince habrán decidido, el 2 de Mayo, la lista de los países que van a participar en el euro.

Los partidarios de la moneda única se alegrarán por el resultado tan holgado que se ha producido en la votación de la Asamblea Nacional, y se pondrá de relieve que el Banco de Francia era ya, desde 1993, independiente del gobierno del país. El Banco de Francia fue calcado entonces del modelo alemán del Bundesbank, adquiriendo la forma de un organismo que no dependía más que de sí mismo y que no tenía más misión que la estabilidad monetaria.

La Historia explica esa obsesión alemana. La Historia explica también ese proyecto eminentemente político que es el euro, concebido en sus orígenes, sobre todo en Francia, para aproximar a Europa una Alemania reunificada. Entonces, con el fin de "vender" el euro a una opinión pública alemana más que escéptica, se

aceptó frente a Bonn esa clonación del Bundesbank que será el BCE que ha de presidir la moneda única.

El BCE será todavía más independiente que el Bundesbank, si hemos de creer a Wolfgang Schäuble, portavoz de la coalición CDU-CSU en el Bundestag. Los estatutos del BCE no le exigen más que una función prioritaria: "el mantenimiento de la estabilidad de los precios". Ahí es donde duele. Independencia no debe confundirse con opacidad. El mantenimiento de la estabilidad de los precios no puede constituir un objetivo totalmente ajeno a la coyuntura.

A este respecto había otro modelo posible: el del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, que exige al presidente del mismo una rendición de cuentas, regularmente, sobre su política, ante el Congreso. Tal política es el fruto, frecuentemente, de una "conversión" entre aquel y el presidente norteamericano. Además, los estatutos de la Reserva Federal hacen explícitamente referencia a otro objetivo, cual es el del "crecimiento", que no aparece en los del BCE.

Europa haría bien en inspirarse, en el futuro, en la experiencia norteamericana. Es por ahí por donde va la reivindicación francesa de un "gobierno económico" paralelo al BCE. También el Parlamento Europeo parece ir en esa misma dirección cuando pretende ser informado regularmente por el presidente del BCE. El euro saldría ganando con ello.

El naufragio de Japón

(*Le Monde*, 4 de Abril. Editorial)

La crisis asiática no ha terminado. La recuperación de las bolsas y de las monedas, sobre todo en Tailandia y Corea del Sur, ha podido hacer pensar en el fin de la crisis. Nada de esto. El engranaje no se ha detenido. Después de los "tigres" y de los "dragones", hoy es Japón, el peso pesado de la región, el que da muestras de señales inquietantes de debilidad. El viernes, 13 de Abril, una importante agencia norteamericana de calificación crediticia, Moody's, la misma que había acelerado la caída del bath tailandés, amenazó con reducir la calificación de Japón, provocando una nueva caída del yen. En un momento en que se abre en Londres la segunda cumbre Asia-Europa (ASEM), hay que rendirse ante la evidencia: la economía mundial va bien, pero no por esto deja de estar a merced de un accidente. Este podría encontrar su origen en Asia.

Por supuesto, Japón tiene pocos puntos comunes con los países de la región afectados por la tempestad financiera que se inició, en Julio de 1997, en Tailandia. El imperio del Sol Naciente constituye la segunda potencia económica mundial. Los japoneses son ricos, muy ricos. El archipiélago es el primer banquero del planeta, una verdadera "cantera de ahorro", según la expresión de uno de los mejores especialistas en asuntos japoneses que es Christian Sautter, Secretario de Estado para el Presupuesto francés. Japón, en fin, dispone de un poderoso ejército de grandes grupos industriales, poco afectados, por ahora, por las dificultades del país.

Pero Japón sufre, desde principios de los años 90, una crisis de languidez, una semirecesión. Envejecido, Japón no encuentra ya el camino del crecimiento. El anuncio de sucesivos planes de expansión (muy insuficientes) y de una política monetaria muy acomodaticia, apenas ha servido para nada. Las crisis de la región —en la que Japón encuentra mercados y aliados— no hace más que agravar el problema. Hoy, la desconfianza se generaliza. Se trata, en el fondo, de una crisis política. Todas las instituciones del país han perdido progresivamente credibilidad: los financieros, los dirigentes políticos, la Administración y, ahora, el banco central, también implicado en escándalos. La caída del yen es sólo una de las consecuencias de todo ello.

El mandamás de Sony, Norio Ohga, llega a comparar la situación presente de su país con la de Estados Unidos la víspera de la Gran Depresión. Si esto se confirmara, "el naufragio de Japón" —título de un libro de ciencia-ficción que obtuvo un gran éxito en Tokio a principios de los años 90— no sería bueno para nadie. Sí es verdad, desde luego, que, a corto plazo, los capitales que huyen de Asia vienen a alimentar la euforia de los mercados financieros de Estados Unidos y de Europa. Sin embargo, la economía mundial no podría soportar mucho tiempo la desaparición de uno de sus grandes mercados, pieza central de una región con inmensas posibilidades, ni la debilidad de uno de sus grandes actores, ni la caída de su principal banquero.

En Londres, los europeos se interesarán mucho por Indonesia (donde la crisis no cesa) y por China. Sin embargo, no deberían en modo alguno olvidar a sus viejos interlocutores que son los japoneses.

La burbuja económica de Estados Unidos

(*The Economist*, 18 de Abril. Editorial)

Se dice que un economista es un experto que mañana sabrá porqué las cosas que predijo ayer no han sucedido hoy como él había pronosticado. ¿Cómo se explicará, pues, mañana, porqué los precios de las acciones han seguido subiendo hoy a pesar de las frecuentes advertencias de muchos comentaristas (entre los que se incluye *The Economist*) en el sentido de que Wall Street se encuentra sobrevalorado? La explicación más común en Norteamérica es que este país ha entrado en una nueva era económica de rápido crecimiento, de baja inflación y, por consiguiente, de mayores beneficios, todo ello gracias a la nueva tecnología y a la globalización. Nos permitimos divergir: lo que ocurre es que Estados Unidos se halla en medio de una burbuja económica caracterizada por los elevados precios de los activos.

Las reuniones de primavera celebradas esta semana por el FMI y el Banco Mundial estuvieron dominadas por las conversaciones sobre la depresión de Japón y sobre la manera de evitar otras crisis como la asiática. Esos temas, desde luego, son importantes. Pero es la inflación de los precios de los activos, en especial en Estados Unidos, lo que supone una mayor y más inminente amenaza para la economía global. La bolsa nor-

teamericana ha subido otro 15 por ciento este año, con lo que la subida total en los últimos dos años ha sido del 65 por ciento, lo cual es una enormidad. Y ese no es el único síntoma de una burbuja: el mercado de la propiedad comercial inmobiliaria se está acelerando y, por otra parte, las fusiones están alcanzando niveles récord. Las acciones subieron ante las noticias de las fusiones de Citicorp y Travelers, BankAmerica y Nations Bank, y First Chicago y Bank One. Ahora bien, la fiebre de las fusiones suele ir asociada con las últimas fases de las etapas alcistas de las bolsas.

Hablar de "burbuja" puede parecer fuera de lugar en un momento en que todo el mundo parece estar de acuerdo en que la economía norteamericana tiene ante sí un futuro espléndido de crecimiento no inflacionista. El índice de precios al consumo aumentó sólo un 1'4 por ciento en los doce meses anteriores al pasado mes de Marzo y todo conduce a pensar que seguirá siendo bajo. Esa es la razón de que la Reserva Federal mantuviera intactos los tipos de interés en 1997. Pero si bien la inflación de los precios de mercaderías y servicios es débil, ahí está otra inflación, ésta mucho más pronunciada.

La subida de los precios de los activos no es necesariamente nociva. En parte, los mayores precios de las acciones en Norteamérica se justifican por mejoras auténticas en la marcha de la economía. La desregulación, la mayor competencia, la mejor gestión de las empresas y una política fiscal más prudente han tenido mucho que ver con los resultados obtenidos. Pero sólo en parte. La explosión de la bolsa se ha debido también a un crecimiento monetario excesivo. La oferta monetaria (M3) subió en Estados Unidos casi un 10 por ciento el año pasado, el mayor aumento desde 1985. Es verdad que los tipos de interés a corto plazo reales han aumentado a medida que la inflación se ha reducido, pero si se calculan utilizando la subida de los precios de los activos y no de los precios al consumo, los tipos de interés reales son negativos.

La burbuja financiera de Estados Unidos podría dañar la economía de aquel país de dos maneras. La burbuja podría estallar de repente, ocasionando inestabilidad financiera, destruyendo riqueza y dando lugar a una recesión. Por otra parte, la inflación de precios de activos podría extenderse, produciendo un exceso de inversión y un gasto en consumo insostenible, en la medida en que los poseedores de acciones gastasen las ganancias de sus capitales. En cualquier caso, el resultado inevitable sería una inflación de los precios al consumo. A finales de los años 1980, el rápido crecimiento monetario se manifestó en primer término en los precios de activos, pero no se hizo nada para frenar el proceso, razón por la cual la inflación se propagó. Hay ya malos augurios. El gasto en consumo se ha elevado, según estimaciones, a un ritmo anual del 5 por ciento en el primer trimestre de 1998. Hay síntomas de cierto descenso posterior, pero con un paro que registra las cifras más bajas de los últimos tres años, no hay margen en la economía para absorber un crecimiento del consumo tan rápido como el señalado.

Vistas las cosas con perspectiva, está claro que la Reserva Federal se equivocó al no subir los tipos de interés el año pasado, para quitar aire a la burbuja. Pin-

char una burbuja es algo muy delicado, por lo que es mejor anticiparse y evitar que se hinche todavía más. Después de proclamar aquello de la "exuberancia irracional" en Diciembre de 1996, Alan Greenspan se mantuvo inactivo. Es cierto que la posición de la Reserva Federal en tales situaciones es siempre compleja. No debe olvidarse que su misión es asegurar la estabilidad de los precios y el pleno empleo y, dado que la estabilidad de los precios es la mejor manera de mantener bajo el desempleo, la conclusión a que se llega es que el deber principal de la R.F. es contener la inflación. Pero la inflación general de los precios se ha ido reduciendo, por lo que el banco central ha de encontrar políticamente difícil elevar los tipos de interés. Si la R.F. pincha la burbuja y provoca una recesión, todas las críticas se dirigirán hacia el banco. Si los 80 millones de accionistas norteamericanos se sienten víctimas de una reducción de su riqueza, no sería de extrañar que pidieran una acción del Congreso dirigida a reducir el poder de la Reserva Federal.

Otro problema es la enorme incertidumbre que existe sobre cómo y cuánto deberían elevarse los tipos de interés para contener la inflación de activos. Como ha dicho la propia R.F., "no hay manera de saber en qué medida el reciente aumento del precio de las acciones es consecuencia de una especulación excesiva y qué parte del mismo se debe a reajustes del valor debidos a una mayor eficacia industrial o a unos mayores beneficios". En realidad, no es Alan Greenspan quien ha dicho esto. Son palabras que figuraron en una acta de la Reserva Federal fechada en 1928, hace, pues, 70 años, en vísperas del "crash" que condujo a la Gran Depresión.

La Reserva Federal debe elevar los tipos de interés ahora. La incertidumbre no debe ser una excusa utilizada por Alan Greenspan para quedarse quieto. A últimos de los años 1920 la R.F. se resistía también a elevar los tipos de interés como respuesta a los crecientes precios de las acciones, lo que dejaba a los bancos en condiciones de seguir prestando más y más dinero, lo que a su vez se traducía en una subida todavía mayor de los precios de las acciones. En aquella ocasión, cuando la R.F. se decidió a actuar, la burbuja era ya demasiado grande. Este mismo podría ser el caso en la actualidad.

Dado que la R.F. ha tardado tanto en actuar, los riesgos de recesión serán grandes, cuando se decida a hacerlo. Si la recesión fuera un hecho, por lo menos ahora los bancos sabrían cómo reaccionar para hacerle frente con éxito. La política monetaria de Estados Unidos cuanta ahora con recursos y conocimientos de los que no dispuso en 1929. Cuanto antes los utilice, mejor.

La importancia de la microeconomía

(Robert J. Samuelson, en *The Wall Street Journal*, de 16 de Abril)

La idea es explicar los grandes contrastes en los resultados conseguidos en el campo de la economía en los diferentes países: desde la expansión de Estados Unidos hasta el desempleo de Europa y el estanca-

miento de Japón. La conexión entre unas situaciones y otras se manifiesta si se observa el comportamiento de la microeconomía.

La microeconomía es el estudio de los mercados individuales. Explora cómo los trabajadores, los consumidores y las empresas actúan ante situaciones concretas. Por el contrario, la macroeconomía estudia la economía en su conjunto. Examina el aumento (o la disminución) de la producción, del empleo y de los precios.

Cuando estudié economía, en los años 1960, se insistía en la importancia de la macroeconomía. Podría decirse que estaba de moda. Prometía que, alterando los impuestos, el gasto y los tipos de interés, los gobiernos podían conseguir el "pleno empleo", o aproximarse al mismo. Era algo sensacional, magnífico. La microeconomía apenas contaba. ¡Qué pesadez! ¿A quién interesaba la situación de la industria siderúrgica, o cómo funcionaba ésta?

Lo que hemos aprendido después es que la microeconomía es algo grande. La microeconomía se interesa por los incentivos. Si la gente y las empresas se encuentran con incentivos que conducen a hacer tonterías (o cosas bien hechas), lo que resulte de ello será malo o bueno.

Si mucha gente se encuentra con los mismos incentivos, conseguirá las mismas cosas, buenas o malas. Y lo que la gente hace colectivamente conforma los resultados de toda la economía.

El elevado desempleo de Europa (10 por ciento) no constituye misterio alguno. Las prestaciones generosas de los gobiernos estimulan a los parados a permanecer ociosos. Los impuestos sobre las nóminas y los salarios mínimos desaniman a las empresas, que ven cómo aumentan los costes laborales. Los carteles y las reglamentaciones excesivas frenan la creación de empresas y de empleo.

"Europa está de nuevo ahí", decía *The Wall Street Journal* la semana pasada. Tal vez sea ello así, pero sólo mínimamente. El desempleo se ha reducido algo. Pero, como hacía observar WSJ, la mejora se ha concentrado en países que han eliminado restricciones. Alemania (10 por ciento de paro) y Francia (12 por ciento) siguen rezagadas.

En realidad, una buena macroeconomía (política presupuestaria y del tipo de interés) no puede compensar una microeconomía deficiente. Si así fuera, la tasa de desempleo sería en Europa del 5 por ciento.

Japón proporciona la misma lección. Allí, el estancamiento tiene su origen en circunstancias que en otros tiempos parecían motivos de fortaleza. Tal es el caso de una elevada tasa de ahorro de alrededor del 30 por ciento del PIB, el doble de la de Norteamérica. El problema es que Japón no ha utilizado bien su enorme ahorro. En 1996, dice la OCDE, la tasa de rendimiento del capital invertido fue del 13 por ciento en Japón y del 28 por ciento en Estados Unidos.

En Japón, los bancos conceden créditos a las empresas con las que establecen íntimas alianzas (inclu-

yendo el entrecruzamiento de acciones), lo que excluye situaciones de enfrentamiento mutuo. El economista Edward Lincoln, de la Brookings Institution, lo expresa así: "Los banqueros crearon durante años una situación de estrechos contactos personales con las empresas, lo que condujo a auténticas comunidades de intereses". Ahora bien, una sociedad que no invierte bien y que penaliza el consumo (a través de carteles destinados a elevar los precios y a fomentar las regulaciones oficiales) invita a la "stagflation".

La lección es que los pequeños incentivos (para bien a para mal) tienen importantes consecuencias.

Un error común cuando se piensa en estas cuestiones es creer que capitalismo –la propiedad privada de las empresas– y libertad de mercado ("free markets") son lo mismo. Pocas son las sociedades avanzadas que disponen de un sistema de capitalismo puro o de unos mercados totalmente libres. Los impuestos y las regulaciones limitan la libertad de acción de las empresas. Por otra parte, se ha de contar con la interferencia de las culturas locales. Como ocurre en Japón y en Europa, la propiedad privada puede coexistir con unos mercados que operan muy deficientemente.

El secreto de Norteamérica es que, a pesar de la existencia de muchos defectos, su amalgama de incentivos funciona constructivamente. Las empresas han de hacer frente a presiones de la competencia que les obligan a mejorar sus productos y a limitar sus beneficios. La gente, en general, se comporta mejor trabajando que holgando. El deseo de triunfar estimula la creatividad.

Sea como fuere, algunos problemas delicados de nuestras sociedades afectan a la microeconomía. Piénsese en el seguro de enfermedad. Los norteamericanos quieren que se controlen sus costes, pero también desean que la gente reciba las atenciones que merece.

La gratuidad de los medicamentos, garantizada por entidades privadas o públicas, dio lugar a una explosión de los costes. Médicos y hospitales no tienen interés alguno en reducir el gasto. Pero el control de las atenciones parece crear incentivos para limitar los costes recortando las prestaciones. Los norteamericanos tienen necesidad de incentivos que reconcilien los requerimientos éticos y económicos.

El señuelo de la macroeconomía residía en la ilusión de que podía hacer funcionar el sistema plácidamente sin tener casi en cuenta cómo funcionaban los sectores económicos. Era como si se pretendiera que un automóvil pudiera correr a gran velocidad con un motor averiado o sin que el vehículo contara con alguna de sus piezas esenciales.

En el mundo de la banca española vuelve a hacer estragos la fiebre de las fusiones

(*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 24 de febrero)

En España, la proyectada absorción de Banesto

por el Banco Santander ha producido una convulsión en el sector. En la bolsa se disparan, coincidiendo con elevados volúmenes de transacciones, las cotizaciones de las acciones bancarias. Los inversores y los analistas esperan que, ante la inminencia de la Unión Monetaria Europea, se produzcan nuevas absorciones, alianzas y fusiones. Después de la oferta de adquisición presentada el Banco Santander está dispuesto a pagar unos 7.500 millones de DM por la adquisición total (para ello falta todavía el 51,9 por ciento) del recién saneado grupo Banesto. Entre los expertos del sector se valora positivamente esta empresa. En los días hábiles de bolsa transcurridos desde que se ha dado a conocer la oferta de compra el valor bursátil del Banco Santander se ha incrementado en unos 4.000 millones de DM. Los analistas ven en la adquisición de Banesto un paso importante hacia el liderazgo del mercado en la Península Ibérica. Con una rentabilidad del capital propio de más del 18% la entidad figura al mismo tiempo entre los grandes bancos de mayor rendimiento del mundo.

Cada vez más claramente va evolucionado el entramado de los grandes bancos de España hacia la sociedad de las tres clases. Mientras el Banco Santander y el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) escapan cada vez más de la competencia como duo rival de cabeza, el Banco Popular y la gran caja de ahorros La Caixa reafirman sus papeles especiales en su calidad de entidades con buenos resultados, pero de dimensiones apreciablemente menores. En un tercer grupo están Argentaria, Banesto y el Banco Central Hispano (BCH) que, aunque en proceso de recuperación están todavía ocupados en procesos de reestructuración interna.

Los dos líderes del mercado, el BBV y el Santander, han decidido claramente a su favor la carrera por el tamaño. Cada uno de ellos tiene mientras tanto una dimensión doble y una rentabilidad dos veces mayor igualmente que el grupo bancario situado en tercer lugar. Asimismo, en términos relativos, son claramente más rentables que la competencia, acercándose a los autoestablecidos objetivos del 20% de beneficio sobre el capital propio.

Entre el BBV y el Banco Santander existe en todos los campos del negocio una rivalidad por el liderazgo en el mercado de la Península Ibérica, y también en Latinoamérica. Mientras el Banco Santander ya desde antes de la absorción de Banesto) registra los mayores activos totales, el BBV ha aventajado a su competidor en tres importantes magnitudes: la capitalización del mercado en la bolsa, el volumen total de depósitos de clientes y, sobre todo, el beneficio neto.

En cifras absolutas de beneficios, el BBV obtiene una cuantía mayor que todos los demás bancos en la Península Ibérica. Ha presentado brillantes resultados en 1997 y registrado para todo el grupo un beneficio neto incrementado en un 26,1% hasta los 130.850 millones de pesetas (prácticamente 1.500 millones de DM). El beneficio neto de explotación ha aumentado incluso en un 50,4%. El BBV consigue también en la bolsa de acciones, y desde hace algunos trimestres, las ganancias por cotizaciones más elevadas de todos los valores financieros. En el espacio de nueve meses se ha duplicado su cotización bursátil.

Con una capitalización de mercado de 54.000 millones de DM es con mucho la mayor entidad financiera de España. Naturalmente que los analistas esperan ahora que el Banco Santander pueda, con la adquisición de Banesto, ganar ventaja en la pugna por la dimensión. La entidad podría beneficiarse de considerables efectos de sinergia. Para el periodo de 1998 al 2001 se esperan economías por valor de 1.200 millones de DM. Ambos grupos tienen, cada uno, tres millones de clientes individuales en España. Mientras que el Santander con sus 2.350 sucursales goza de solidez, sobre todo en las ciudades y con grandes clientes industriales, Banesto, con sus 1.500 establecimientos, es el banco de la clase media en provincias. Los analistas esperan que los beneficios del Santander sean, en los próximos años, aproximadamente un 20% más elevados de lo que hasta ahora se esperaba.

En conjunto los bancos españoles obtienen ahora unos beneficios como no los había conseguido antes. Según datos de la AEB, los resultados netos de todos los bancos españoles han sido en 1997 de 486.500 millones de pesetas (5.800 millones de DM). Esto supone un 22,2% más que en el año anterior y un montante nunca anteriormente conseguido en la historia de España. La apertura y liberalización del mercado doméstico, la caída de los tipos de interés y la contracción de los márgenes, las oleadas de fusiones y adquisiciones, los efectos tardíos de la última recesión y la crisis del Banesto han quedado mejor asumidos de lo que a menudo se había esperado. Además, los bancos hacen apreciables progresos en el campo de la productividad. La rentabilidad media del capital propio de los grandes bancos ha aumentado desde el 13,4% (1996) al 16,36% (1997).

En el sector bancario en su conjunto la rentabilidad es incluso notablemente superior.

En España los grandes bancos han venido llevando adelante desde hace algún tiempo el proceso de concentración que actualmente moviliza al mundo de la banca en el Norte de Europa y en América. Los cinco grandes bancos hace sólo unos pocos años han surgido de fusiones y son hoy al mismo tiempo –junto a Mapfre y los grupos extranjeros– los mayores aseguradores de España. También dominan la escena en los campos de las hipotecas, el *leasing*, el *factoring* y en las operaciones relacionadas con los inmuebles y los títulos valores.

Son tres los temas que destacan hoy en la escena financiera: los grandes compromisos en América Latina y sus riesgos, la Unión Monetaria Europea y sus oportunidades, así como la fiebre de las fusiones que ahora se ha reavivado. Es sobre todo en torno al Banco Popular, BCH y Argentaria sobre los que desde hace meses vuelve a haber rumores de posibles adquisiciones.

En el caso del Banco Popular, parece que, aunque sigue siendo sólido y rentable, su dinámica de beneficios se ha debilitado mucho. La entidad, relativamente pequeña a escala de los grandes bancos europeos ha retrocedido considerablemente en la carrera por el tamaño emprendida por la competencia. La dirección conservadora a cargo de los hermanos Luis y Javier Valls ha eludido hasta ahora todo riesgo de debilitar la

propia rentabilidad con nuevas adquisiciones. Por ello, el Banco Popular es un potencial candidato a la absorción, puesto que su capital está ampliamente repartido en la bolsa. Más de la mitad del mismo se encuentra en manos extranjeras. Una posible interesada en su adquisición es una asociación financiera alemana liderada por la compañía Allianz. Ésta ha aumentado hace poco al 5% su participación en el capital del Popular; el Bayerische Hypotheken- und Wechselbank tiene otro 1,66%.

En el caso de que este banco de Munich no siga interesado por el Banco Popular, un socio imaginable para una posible fusión sería Argentaria, cuya privatización total acaba de tener lugar. Su presidente Francisco González acaricia en público la idea de la fusión al afirmar que "estamos abiertos a todo aquello que pueda suponer un valor para nuestros accionistas. Realmente los bancos españoles son demasiado pequeños en el contexto europeo". Argentaria sigue naturalmente forcejeando con difíciles reestructuraciones internas. González está patrocinando un auténtico fin de fiesta e iniciando una drástica reforma del balance. Actualmente Argentaria registra por ello todavía resultados por así decir bastante entreverados, pero recibe buenas calificaciones de los analistas ante las perspectivas de futuro. La entidad es el resultado del amalgamamiento en 1991 de unas sesenta instituciones financieras, así como de una docena de entidades de crédito estatales y semiestatales. En una etapa más avanzada que Argentaria se encuentra el BCH. Hace siete años surgió de la unión del Banco Central y el Banco Hispano Americano. Lo que con euforia se calificó entonces de superfusión resultó ser de momento un superproblema. En la recesión el proceso de reestructuración derivó hacia una crisis. De las profundidades del grupo fueron surgiendo nuevos planteamientos crediticios negativos. Después de los años críticos, la entidad parece ahora saneada y bien orientada. Desde la fusión, la red de sucursales del BCH se ha reducido de 3.557 a menos de 2.600 establecimientos y la plantilla de personal contraído de 31.500 a 24.000 personas. La deteriorada cartera de créditos, consecuencia de la fusión, se ha eliminado coincidiendo con un ajuste de valores. El BCH ha vuelto a alcanzar una rentabilidad del capital propio respetable, del 11%. Tampoco se han necesitado ya ingresos especiales (ventas de participaciones e inmuebles) para la reconstitución del balance. Mientras tanto, el BCH se siente otra vez tan fuerte que también está metido en el baile de adquisiciones en Latinoamérica. El grupo ha conseguido así el control del mayor banco de Chile. En el sector del seguro se encuentra en proceso de expansión juntamente con el grupo italiano Generali. El Central Hispano tiene interés en la absorción del altamente rentable Banco Popular, pero, sin embargo, busca con mayor urgencia una centrada estrategia europea. La participación cruzada con el Commerzbank apenas si se ha concentrado hasta ahora en una intensa actividad operativa.

España camino de ser la campeona europea de la bolsa

(Wolfram Weimer en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 25 de febrero)

En estos momentos España está contabilizando

las ganancias más voluminosas de todo el Continente. Desde comienzos del año las acciones ha subido en este país casi un 20 por ciento. Con ello las cotizaciones se han incrementado en una proporción del doble en comparación con las bolsas de Francfort, París, Londres, Amsterdam o Zürich. Este mercado, al que hasta comienzos de este año todavía se calificaba con ironía de "Club Med-Arena", se ha convertido en el campeón europeo, pues ya en 1997 había dado importantes beneficios en las cotizaciones —el Ibex se había incrementado en un 40,74%—. En un año una serie de acciones estándar, como las del BBV (gran banco), FCC (consorcio de la construcción) o Tabacalera (tabaco) han más que duplicado su valor.

La oferta pública de compra para Banesto por el Banco Santander ha vuelto en los pasados días a avivar con fuerza las especulaciones. El valor en bolsa del Banco Santander se ha encarecido en pocos días en 4.000 millones de DM. Si a comienzos de año se hubieran comprado acciones de uno de los dos grandes bancos se habrían podido obtener unos beneficios del 40%.

Pero también la mayor parte de las demás acciones standard han más que colmado ahora ya las esperanzas de los analistas para todo el año 1998. De las 122 acciones del índice general español más de 100 títulos han superado la rentabilidad de los empréstitos del Estado para todo un año. En el caso de los valores de la construcción e inmobiliarios, tales como Agromán (más 51%), se han podido alcanzar en el lapso de dos meses rentabilidades absolutamente fantásticas. Hacia dondequiera que se dirija la mirada se llega actualmente a cotizaciones récord, la capitalización bursátil se ha duplicado en unos pocos trimestres y en las ventas se logran niveles como nunca antes se habían conseguido. En toda España parece reinar la fiebre bursátil.

En el caso del Banco Santander se recurre, para explicar la euforia de la bolsa, a tres argumentos que son el deslizamiento de los tipos de interés, el deslizamiento de los tipos de interés y el deslizamiento de los tipos de interés. De hecho, la fuerte caída de los intereses ha modificado las coordenadas fundamentales de los mercados financieros españoles. Los empréstitos estatales a largo plazo rentan el 5,15% —con ello hay en pesetas menos intereses que en dólares. El nivel de rentabilidad español es, para todos los plazos, el más bajo que ha habido en el país. Aunque los inversores de la mayor parte de los estados industrializados tienen la misma experiencia, en España la caída de los intereses ha sido más pronunciada que en otros sitios y la gente experimenta por primera vez una fase de bajos tipos de interés. Por ello, los inversores buscan alternativa a los intereses desacostumbradamente escuálidos. En los muchos años de tipos altos se depositaban los ahorros en cartillas bien remuneradas y se compraban, en el mejor de los casos, bonos del Estado de alta rentabilidad. Ahora todos orientan su pensamiento en otro sentido. Los fondos de inversión registran cada mes entradas nuevas por un contravalor de alrededor de 10.000 millones de DM. Las inversiones totales de todos los fondos llegan mientras tanto a 350.000 millones de DM; a principios del año pasado todavía no alcanzaban los 220.000 millones de DM.

No todo se debe, por supuesto, a la caída de los intereses. La economía española crece con mayor fuerza que la del resto de Europa, los beneficios empresariales se multiplican y la inmediata participación del país en la Unión Monetaria Europea está, para la mayor parte de los observadores, fuera de discusión. La tasa de inflación se encuentra en el entorno del dos por ciento y, con ello, a un nivel históricamente bajo, la balanza corriente es claramente positiva y las finanzas del sector público tienen mayor solidez que en Francia o en Alemania. Madrid cumple con holgura el criterio del déficit de Maastricht.

También el hecho de que la crisis asiática y latinoamericana del otoño y la huída global de los inversores hacia colocaciones de calidad hayan pasado sin dejar huella en el Sur de Europa da confianza a los españoles. Con alivio se dice "ya no nos vemos arrastrados hacia el torbellino de las bolsas exóticas en declive y hemos arribado al puerto seguro de Europa".

Para completar el tinte rosa del mundo bursátil español ha aparecido además la fiebre de las privatizaciones y las adquisiciones. Con Repsol (petróleo), Telefónica (telefonía), Aceralia (acero) y Argentaria (gran banco) quedan en pocos meses totalmente privatizados cuatro consorcios clave de España. Para los próximos meses, y con el gigante del tabaco que es Tabacalera, el grupo eléctrico Endesa y la compañía aérea Iberia, figuran en el plan de enajenaciones otros santuarios de la política industrial española. Así cada vez más nuevos pequeños inversores españoles se ven a través de costosas campañas publicitarias animados a la adquisición de acciones. En el caso de la venta recién cerrada de la gran entidad bancaria Argentaria, más de 1,2 millones de pequeños inversores han cursado órdenes de compra por un volumen de 66.000 millones de DM. En cambio, el valor de mercado del paquete de acciones puesto a la venta sólo ha importado 3.000 millones de DM. Así que no es de extrañar que la acción de Argentaria –impulsada por los rumores de absorción– haya vuelto a revalorizarse desde comienzos de año en un 22 por ciento.

La mayor parte de los analistas se muestran desorientados por lo que se refiere a la interminable alza que se registra en España. Mientras algunos expertos creen que la ola de entusiasmo durará todavía algún tiempo y recomiendan las acciones que quedan de Repsol, Acerinox y Gas Natural, otros previenen del posible peligro de fenómenos de sobre calentamiento. Afirman que el nivel de las cotizaciones se encuentra ya más allá de las relaciones de valoración habituales y que la atmósfera es cada vez más densa. Para ellos España está viviendo en estos momentos el mejor de los mundos bursátiles; el problema es sólo que, en lo sucesivo, las cosas podrían empeorar.

La buena marcha de las exportaciones alemanas

Los dos breves artículos de opinión que siguen comentan este asunto.

* * *

Un récord absolutamente necesario.

(*Süddeutsche Zeitung* del 19 de febrero)

Aunque esta consideración es hipotética, no deja de sobresaltar: si el año pasado la economía exportadora no hubiera conseguido resultados máximos, Alemania habría registrado una recesión, en lugar de un crecimiento en torno al 2,5%. Y es que el incremento de las exportaciones en más del 12% se ha traducido –con una participación en el producto interior bruto de prácticamente una cuarta parte– en una tasa de crecimiento del conjunto de la economía de más del 3%. Pero, en conclusión, esto significa que la economía doméstica ha continuado por debajo incluso de los valores del año anterior.

Así que la locomotora que es la exportación ha impedido que la economía alemana haya terminado en la cuneta. Ahora, después de que están ya a la vista unas cifras impresionantes hay que prevenir de interpretaciones erróneas. Así, por ejemplo, de aquella según la cual queda inequívocamente demostrado que Alemania es una localización excelente para las empresas productoras y que habría que evitar en el futuro las quejas a este respecto, así como las exigencias en favor de mejores condiciones marco. Y es que una forma así de contemplar las cosas ignora la causa y el efecto. Porque la industria exportadora alemana, fundamentalmente la industria del automóvil, la química y la construcción de maquinaria, tienen tanto éxito en los mercados exteriores porque han ajustado sus estructuras empresariales a las necesidades de la competencia global, reconquistando de esta forma el terreno perdido en los mercados internacionales. Hay que tener en cuenta que en el año pasado ha vuelto a aumentar por primera vez la participación de las empresas alemanas en el comercio mundial, después de haber retrocedido a lo largo de unos cuantos años. La reestructuración que ha traído consigo un enorme incremento de la productividad, en conjunción con el desarrollo de productos nuevos, ha constituido la receta del éxito cuyos resultados pueden apreciarse en las estadísticas de comercio exterior.

En realidad, con esta evolución sólo queda demostrado que la economía, a pesar de las reformas omitidas, está en disposición de extraer los mejores resultados de una situación muy necesitada de mejora. Tal y como lo ha formulado el consultor de empresas Roland Berger, ella se ha desvinculado de la política y ha hecho lo suyo para poder subsistir en medio de la competencia internacional. El que en las condiciones reinantes ello haya costado puesto de trabajo es la cara triste de la medalla. Quien quiera invertir esta fatal tendencia no debe darse por satisfecho meramente con exhortaciones en pro de la creación de puesto de trabajo, sino que ha de poner los pilares para que se cree más empleo. Los competentes para esto son los políticos y los interlocutores sociales.

La bravucona enferma.

(*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 19 de febrero)

La economía alemana registra un nuevo valor máxi-

mo con signo positivo. No ha que dedicar tiempo a adivinar de qué rincón de la contabilidad nacional proviene la noticia: los alemanes han alcanzado —el año pasado, del que se dispone ya de estadísticas— un nuevo récord en las exportaciones. Aunque los especialistas previenen contra el pronóstico de elevadas tasas de crecimiento y nuevos récords en este año ¿qué saben unos expertos económicos aferrados al cálculo racional del poder milagroso de la exportación alemana?

El resultado se explica naturalmente recurriendo a razones económicas comprensibles —lo mismo que se resuelve el aparente contrasentido entre el éxito exportador y el desempleo—. Una parte del récord es a cuenta de la probablemente exagerada devaluación del marco. En esto a la economía exportadora le ha caído del cielo en sus cálculos —entiéndase bien, por la vía de los mercados, no por la mano del estado— una especie de subvención a la exportación. Ahora bien, la solidez de las ventas al exterior se asienta también en razones a las que los economistas suelen añadir el adjetivo de “permanentes”. Es el caso de la calidad de los productos, del cumplimiento de los plazos de entrega y de la elevada productividad en la fabricación, que también respondería de unos precios razonables si no hubiera sido tan acusada la devaluación del marco. Así que ¿todo en perfecto orden? Pues justamente no. El que la economía alemana tenga tanto éxito en su vertiente exportadora —y no como punto de arranque de inversiones extranjeras— es la consecuencia de la racionalización que viene impuesta por los factores de coste y de competencia en los mercados internacionales. En las fábricas alemanas se trabaja de forma productiva, aunque con demasiado poca mano de obra para poder ofrecer una oportunidad de trabajo a todo aquél que esté dispuesto a trabajar.

En esto no se pone de manifiesto ninguna perversión de las circunstancias sociales por parte del capitalismo. La sociedad misma representada por su clase política fracasa porque sus fuerzas cartelizadas hacen que se vuelva obsoleto en lugar de abaratorio el trabajo encarecido en exceso. En la cuenta del comercio exterior Alemania se muestra brava. Sin embargo, las estadísticas del mercado laboral proscriben a la sociedad alemana como una brava enferma. Una moderada oportunidad de curación estaría en lo que en las informaciones políticas se denomina “reformas bloqueadas”. Hasta ahora el estado general derivado de la enfermedad seguramente no ha sido lo suficientemente doloroso.

El debate sobre el cumplimiento por Alemania del criterio de Maastricht sobre déficit presupuestario

Recogemos, extractada de varios diarios alemanes, la información recientemente difundida sobre el cumplimiento por parte de Alemania del criterio del déficit presupuestario establecido en el Tratado de Maastricht, así como sobre la polémica que posteriormente se ha suscitado en torno a este tema. Incluimos también unos breves comentarios editoriales de *Frankfurter Allgemeine Zeitung* y de *Süddeutsche Zeitung*.

* * *

Información de la prensa alemana.

Alemania cumple el criterio de referencia del endeudamiento público nuevo para tomar parte en la Unión Monetaria Europea (UME). El producto interior bruto se ha incrementado el año pasado, en términos reales, en un 2,2% (en 1996, en un 1,4%). Son los datos que acaba de confirmar la Oficina Federal de Estadística. Su Presidente Johann Hahlen ha manifestado que en ese año el endeudamiento nuevo del Estado fue de 101.900 millones de DM, lo que equivalió a una participación del 2,8% en el producto interior bruto, frente al 3,6% en 1996. De basarse el cálculo en la nueva definición europea de la contabilidad nacional, con inclusión de los centros hospitalarios públicos en el sector empresarial, en lugar de en el sector público, el déficit del Estado habría importado 96.500 millones de DM o el 2,7% (en 1996, el 3,4%).

Según los datos de Hahlen, no se ha alcanzado en cambio del todo otro criterio de Maastricht para incorporación a la Unión Monetaria. Así el nivel de la deuda del Estado en el año pasado, que de acuerdo con las condiciones fijadas para la Unión Monetaria no debe rebasar el 60% del producto interior bruto, habría sido de 2,23 billones de DM o del 61,3% del producto interior bruto. Según este cálculo, la posición relativa de la República Federal de Alemania se habría incluso deteriorado ligeramente respecto a 1996 en que se registró el 60,4%.

Hahlen ha justificado la evolución relativamente favorable en cuanto al criterio del endeudamiento nuevo, entre otros factores, por el crecimiento relativamente más fuerte de los ingresos estatales que de los gastos. Por lo que se refiere a la tasa de crecimiento del 2,2% (1,4% del producto interior bruto, Hahlen lo ha encuadrado en la zona europea media, aunque no ha sido suficiente para flexibilizar la desastrosa situación del mercado laboral. Más bien ha seguido aumentando, en un 1,4%, la población activa. Paralelamente ha sucedido lo mismo con la cifra de parados. A la vista de este panorama Hahlen ha exhortado a tomar en serio las advertencias del Comité de Expertos en favor de una reducción sostenida de la carga fiscal, de la contención en materia de salarios y de una disminución sustancial de los gravámenes sociales.

Hahlen ha advertido que por primera vez después de la Unificación el crecimiento ha sido, con el 1,6%, más bajo en los estados federados nuevos que en Alemania occidental. El Este ha estado más fuertemente afectado que el antiguo territorio federal por la recesión en la construcción. Ha mencionado para toda Alemania impulsos del lado de la formación del producto interior bruto sobre todo en el caso de las empresas de servicios. Del lado de la utilización del producto el empujón ha provenido fundamentalmente de la exportación. Ha sido notable la expansión de las inversiones en equipos que en el 3,9% ha experimentado una intensidad del doble de la registrada en 1996, siendo con ello el aumento más acusado desde 1992.

En cambio, han vuelto a retroceder en un 2,2%

(3,1%) las inversiones en construcción. También ha bajado ligeramente el consumo público. En cuanto al privado, ha tenido un comportamiento decepcionante, con casi estancamiento (0,2% después de un 1,4% en 1996).

Pues bien, las estadísticas, que ponen de relieve la buena trayectoria de Alemania en lo que se refiere al criterio del déficit para el ingreso en la Unión Monetaria, han desencadenado fuertes controversias. Hahlen ha rechazado las dudas expresadas en torno al cálculo que da como resultado el 2,7% del producto interior bruto como déficit global de los presupuestos del sector público en 1997. El Ministro de Finanzas de Baviera Huber, que había exigido una revisión estricta de las tasas de déficit, ha sido invitado por el Presidente de la Oficina Federal de Estadística "a cerciorarse en Wiesbaden de la precisión de nuestros cálculos". Ha cursado la misma invitación al "Instituto Alemán de Investigación Económica" (DIW) de Berlín que ha manifestado sus dudas sobre el 2,7%. La investigadora de la coyuntura Spieker ha dicho que el DIW había calculado todavía en Enero una cuota de déficit del 3,3%. A este respecto, Hahlen ha señalado que su Oficina dispone de "una base estadística mucho más completa" que el DIW.

Hahlen ha rechazado la sospecha de manipulación de cifras, recordando que los centros hospitalarios públicos no están englobados, de acuerdo con el sistema de contabilidad de la Unión Europea (UE) en el sector estatal, sino que son considerados empresas privadas. Pero aunque se incluyeran sus déficit, el déficit global del sector público resultante sería del 2,8% del producto interior bruto. Según el sistema de la UE, tampoco el "Kreditanstalt für Wiederaufbau" pertenece al ámbito estatal, sino al sector de la banca. El Portavoz del Grupo regional de la CSU en el Parlamento Glos ha exigido que se terminen las críticas mezquinas a los criterios relativos al euro. Serían totalmente improcedentes las especulaciones sobre manipulación de las cifras. Para Glos la determinación del criterio del déficit por la Oficina Federal de Estadística se ha hecho sobre la base de pautas establecidas de manera vinculante y objetivamente comprobables.

El Vicepresidente de la Federación Alemana de Sindicatos (DGB) Engelen-Kefer ha acusado al Gobierno Federal de condenar a los alemanes a pagar con gravámenes sociales y con cifras récord de desempleo el cumplimiento de los criterios del euro. El Secretario General de la CDU Hintze ha dicho, en cambio, que la política de estabilidad monetaria sirve sobre todo a la justicia social. Según él, el euro consolidará el potencial económico de Alemania, creará puestos de trabajo y fortalecerá la red de previsión social.

Las objeciones del Instituto Alemán de Investigación Económica al cálculo del déficit presupuestario alemán han recibido también una acerba crítica por parte de varios miembros del Gobierno. El Ministro de Finanzas Theo Waigel ha dicho en Bonn que el DIW había reconocido que, "ignorando los datos reales", había puesto en duda las cifras de la Oficina Federal de Estadística relacionadas con el cumplimiento del criterio de Maastricht sobre el déficit. El Instituto, recurriendo a trucos muy poco científicos, habrá expresado dudas acerca del "resultado indiscutiblemente positivo" de la eva-

luación del déficit. Esto habría sido "como mínimo burdamente negligente". En el seno de la Coalición se ha hecho la observación de que el Director del Instituto es justamente el asesor económico del Presidente del SPD Oskar Lafontaine al que quizá "no haya encajado en la escena la noticia positiva del fin de semana relacionada con el euro".

El Ministro Federal de Investigación Jürgen Rüttgers ha calificado de escándalo las manifestaciones recientes del DIW. Según él, el DIW habría causado perjuicio a su renombre científico al cuestionar el viernes los datos de déficit de la Oficina Federal de Estadística para volver a retirar esta apreciación el lunes. El Instituto se habría puesto al servicio de la propaganda política.

El responsable del Departamento Económico del Bundesbank Otmar Issing ha dicho que es evidente que el DIW ha dado prioridad a la rapidez sobre la fiabilidad. Lo recusable no es que el Instituto se haya equivocado en sus cálculos, sino que haya dudado del trabajo realizado por la Oficina Federal de Estadística.

Posible actuación incorrecta de Bonn.

(Edit. De Andreas Oldag en *Süddeutsche Zeitung* del 2 de marzo)

¿Ha echado el Ministro Federal de Finanzas Theo Waigel demasiado pronto las campanas al vuelo? Apenas el Gobierno Federal acaba de certificar la aptitud del país para el euro que los expertos ponen en duda el endeudamiento nuevo por valor de sólo un 2,7% del producto interior bruto (PIB) de 1997. El Instituto Alemán de Investigación Económica (DIW) de Berlín había calculado todavía en enero una cuota de déficit para los tres primeros trimestres del año pasado del 3,3%, es decir, una desviación apreciable del valor de referencia del 3,0% del PIB fijado en Maastricht. Con ello los expertos del DIW desairan no sólo al Gobierno Federal, sino también a la Oficina Federal de Estadística de Wiesbaden.

Si se sigue la argumentación del DIW, se tiene que haber jugado con cartas marcadas. Porque es improbable que en el cuarto trimestre de 1997 se haya iniciado un giro dramático en las economías presupuestarias. Sólo que también las evaluaciones estadísticas descansan en métodos y apreciaciones diferentes. El año pasado, por ejemplo, hubo un intenso debate sobre la medida en que los déficit de los centros hospitalarios públicos repercuten en el endeudamiento nuevo. Según la estadística nacional, los hospitales se adscriben habitualmente al sector estatal. Sus gastos e ingresos inciden por tanto en la financiación pública.

Otro es en cambio el criterio de las regulaciones europeas que también han sido aplicadas por la Oficina Federal de Estadística para el cálculo del déficit correspondiente a 1997. Según esta pauta, los centros hospitalarios públicos deben ser incluidos en el sector empresarial. Esto tiene como consecuencia que el endeudamiento público de Alemania resulta ser de 0,1 a 0,2 puntos porcentuales inferior a lo inicialmente esperado.

Hay más ejemplos que muestran que diferentes métodos estadísticos conducen a resultados también distintos. En esta medida tampoco puede haber siempre una verdad absoluta en la contabilidad nacional. Por otra parte, las cifras de la Oficina Federal de Estadística que reflejan la evolución del déficit en 1997 se basan en un cálculo provisional. En el curso del primer semestre de 1998 se va a proceder de nuevo a la revisión de los datos, siendo corriente que haya desviaciones de algunas décimas de punto porcentuales. En conclusión, de momento, no hay motivo para poner en duda los cómputos de los estadísticos máximos.

Naturalmente que para la Unión Monetaria se produce un perjuicio político cuando se ha trabajado con trucos contables. Pero en este caso la responsabilidad no es de los estadísticos, sino de los políticos, porque tienen que demostrar que el euro descansa sobre una base sólida. Y en todo caso mucho más importante que el puntual cumplimiento del valor del déficit en 1997 es el saneamiento continuado de los presupuestos.

El dos coma siete.

(Edit. de *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 28 de febrero)

¿Qué significa un dos coma siete? ¿Facilísimo? Desde luego no en el campo de la política. Porque en él la respuesta depende de la capacidad de percepción, del objeto de observación y del estado de los intereses. Los estadísticos astutos están dispuestos a iniciar horas de disputa sobre si habría sido mejor determinar el criterio del déficit según el método alemán o según el método europeo de la contabilidad nacional. Sin embargo, los ciudadanos se resisten a prestar particular atención a este debate técnico. Para ellos el dos coma siete significa que Kohl y Waigel han tenido razón con su promesa de que en el camino hacia el régimen del euro Alemania cumpliría o rebasaría el célebre criterio del tres por ciento.

Quien —cualesquiera que sean las razones— deplora esto tendría que considerar que esta sencilla interpretación del dos coma siete también es el resultado de un debate politizado hasta el límite en torno a uno solo de los cinco criterios de convergencia de Maastricht para la selección de los candidatos a la Unión Monetaria Europea. Si el resultado obtenido hubiera sido "tres coma uno", Kohl y Waigel habrían perdido. Pero ahora han ganado y con una cifra de la que nadie —ni estadísticos ni economistas, ni tampoco políticos— puede saber a ciencia cierta lo que verdaderamente expresa sobre el estado de las finanzas públicas y sobre la promesa de estabilidad del euro. Las cifras del déficit de los países miembros de la Unión Europea hechas públicas este fin de semana podrán ser sugerentes y, hasta ciertos límites, discutibles, pero es en algunos datos incontestable y bastante claramente reconocible, que el llamado proceso de Maastricht ha agudizado el sentido de la necesidad de reducir el endeudamiento público.

Con ello, están aun lejos de haberse ganado el futuro económico de Europa y la estabilidad del euro. Pero —por razones que están más allá de toda metodología de cálculo— no hay ninguna cifra del presente de la que

se pueda derivar el futuro. Los alemanes han insistido en el "por lo menos el 3,0". En una lista de peticiones tan breve el dos coma siete no queda mal. Waigel se muestra satisfecho y ha invitado a una ronda —no de champaña, sino de cerveza de trigo—. En realidad, el Canciller no ha tenido necesidad de hacer ningún comentario al dos coma siete.

Con los nervios de punta.

(*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, edit. del 5 de marzo)

En la búsqueda de los culpables de la derrota electoral de Baja Sajonia la Unión ha situado en el punto de mira al Instituto Alemán de Investigación Económica de Berlín (DIW). El Presidente del Grupo Parlamentario Wolfgang Schäuble exige que se retiren al Instituto las subvenciones federales, porque, contra su propia convicción, ha puesto en duda el cálculo del criterio del déficit realizado por la Oficina Federal de Estadística. La Coalición estaba segura de obtener todavía de su éxito en el campo del euro un buen empujón positivo en la batalla electoral del Norte de Alemania, empujón que ha quedado anulado por la crítica del DIW. Si hasta ahora el Gobierno Federal sobrellevaba con serenidad unos estudios y pronósticos marcados más bien por las teorías de la izquierda y que rara vez le convenían demasiado, después de la victoria del SPD los nervios están de punta, porque la reacción de Schäuble es exagerada. La equivocada apreciación del DIW puede despertar dudas sobre si su trabajo satisface en todo momento las pautas científicas. Pero hasta que tales dudas no reciban la confirmación de un organismo independiente no deberían cuestionarse las subvenciones. Schäuble expone a la Coalición a la sospecha de que ésta somete los subsidios a unas conclusiones de los investigadores que a ella le convienen. Lo decisivo para las ayudas a la investigación científica debe ser sólo la calidad del trabajo realizado y no el mensaje de su contenido. De otro modo no es posible conseguir una investigación libre. Schäuble no debería dudar de los principios que informan el fomento de la investigación.

El Informe Económico Anual del gobierno alemán

Incluimos seguidamente una referencia a lo esencial de este informe, extractada de los comentarios de varios diarios alemanes, a las primeras reacciones al mismo, así como un par de editoriales aparecidos en cuanto se han conocido las líneas básicas de este dictamen.

* * *

Contenido del informe.

En 1998 continúa en Alemania la expansión. Las perspectivas económicas son positivas, entrando dentro de lo posible el que la economía crezca entre un

2,5% y un 3%. Aunque la coyuntura descansa sobre todo en la exportación, mientras tanto, también ha comenzado a pulsar la demanda interna. Siguen presentes las dificultades en el mercado laboral, aunque ya ha pasado lo peor. Estos son los mensajes más sobresalientes del informe económico anual para 1998 que acaba de aprobar el Gabinete de Bonn.

El Ministro Federal de Economía Günter Rexrodt ha dicho que la lucha contra el paro todavía no ha dejado de ser la tarea más importante del Gobierno y que confía en que la cifra de desempleados se reduzca en aproximadamente 200.000 personas en el promedio anual. La mitad de esta cifra podría corresponder al Este de Alemania. Con todo, los investigadores de la coyuntura son más escépticos y no esperan que se produzca aun una mejoría en el mercado laboral de los nuevos "länder".

Según el punto de vista del Gobierno Federal, empieza a valer la pena que en Alemania aumente la disposición a hacer frente de una manera ofensiva al rápido cambio internacional de estructuras. El estado lo debería promover y por ello mejorar las condiciones de oferta de la economía. Debería concentrarse en sus cometidos básicos a fin de dejar a la iniciativa privada los márgenes necesarios y de mantener dentro de los límites más reducidos que sea posible la carga de impuestos y gravámenes. Éste sería el único camino con perspectivas de éxito en pos de más puestos de trabajo. Los planes estatales de gasto que tengan como objetivo fortalecer el poder adquisitivo en gran escala no crean dinamismo sostenido de crecimiento. Sin citar específicamente el programa electoral del SPD, el Gobierno Federal señala que estos planes de gasto suelen alimentar engañosas esperanzas de factibilidad de la evolución económica que quedan en meras ilusiones. También debería rechazarse tajantemente el argumento del poder de compra, porque una política salarial expansiva lleva a costes más elevados y con ello a la destrucción de empleos.

El Gobierno también se propone continuar en 1998 las reformas emprendidas. Entre ellas figuran la enmienda al derecho de cárteles y la continuación de la política de privatizaciones. En 1998 la Federación pretende reducir entre otras sus privatizaciones en la Tank & Rast AG y en el Banco Postal. Se procederá a mejorar el acceso al capital riesgo. A tal efecto, el 1 de abril de 1998 deberá entrar en vigor la tercera Ley de Fomento del Mercado Financiero. Supondrá que a través de desregulaciones de la Ley de Sociedades de Participación en Empresas se mejorará con simultánea eliminación de obstáculos fiscales la dotación de capital propio de empresas orientadas hacia la tecnología y hacia dimensiones medianas. En los nuevos "länder" se habilitan unos 52.000 millones de DM con destino a medidas de fomento económico, así como para creación y ampliación de infraestructuras. El número de plazas de aprendizaje deberá seguir ampliándose. De ahí que el Gobierno Federal acoja con satisfacción el anuncio por parte del Consejo de Cámaras Alemán en el sentido de que en 1998 aumentará el número de contratos nuevos de aprendizaje en la industria, el comercio y los servicios.

El informe fija el marco para la próxima legislatura.

En él figuran, junto al saneamiento de los presupuestos públicos, la intensificación de las actuaciones en el campo de la investigación, una política medio ambiental sostenida, una estructuración eficaz de la política de transportes y de construcción de viviendas y el fortalecimiento de las empresas medias. La razón por la que el informe no ha estado, como siempre, disponible a mediados de enero reside en una recomendación del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE para que se publiquen, en lo posible en la última semana de febrero de 1998, los datos financieros básicos correspondientes a 1998. A estos datos se les atribuye gran importancia a efectos de la fijación del comienzo y del círculo de participantes de la Unión Monetaria.

Las primeras reacciones.

Los representantes de la Coalición, como es el caso del Portavoz de Política Económica del Grupo Parlamentario del FDP Friedhoff, ven en el informe económico anual una prueba de que es errónea la propuesta de paralización de la reforma. La Coalición habría conseguido mucho y para el resto de la legislatura no habría interrupción. Por medio de una disciplina consecuente en el campo del gasto se reduciría en 1998 al 48% la cuota estatal. Se aprobarían los proyectos de ley para la difusión de la propiedad y para la ley complementaria de cárteles.

En cambio, la Vicepresidencia del Grupo Parlamentario del SPD Fuchs y el Portavoz de Política Económica Schwanhold consideran el informe un documento dramático reflejo de la incapacidad del Gobierno Federal. Los políticos del SPD acusan al Ministro Federal de Economía Rexrodt de maquillar con el informe la situación verdadera. Estaría claro que la política económica del Gobierno, orientada hacia la oferta, habría fracasado. Se habría prometido una disminución del desempleo y un saneamiento de las finanzas públicas y, en cambio, el resultado sería un paro récord, un irresponsable endeudamiento del Estado y una nueva marca en el ámbito de las insolvencias. Fuchs y Schwanhold garantizan medidas urgentes en favor de más puestos de trabajo una vez que el SPD gane las elecciones al Parlamento.

La portavoz de la presidencia federal de la Alianza 90/Los Verdes Röstel ha dicho en Bonn que no cabe reducir el paro con fórmulas de exorcismo. El propósito de Rexrodt sería echar arena a los ojos de los electores. La Portavoz de Política Económica de Los Verdes Wolf ha criticado que el Gobierno Federal hubiera omitido crear condiciones de seguridad para las inversiones que serían necesarias para que pudieran surgir empleos futuros. De la misma opinión son también la Federación Alemana de Sindicatos y el Sindicato Alemán de Empleados. No ven una posibilidad de cambio en el mercado laboral.

Las grandes agrupaciones económicas valoran de una forma más positiva la situación. La Federación Alemana de la Industria considera acertadas las apreciaciones del Gobierno. Los cometidos prioritarios del futuro inmediato serían la reducción sostenida de la presión fiscal para las empresas, así como la reforma a fondo

de los sistemas de seguridad social y la flexibilización de las estructuras todavía demasiado rígidas del mercado de trabajo.

Según el punto de vista del Consejo de Cámaras Alemán, el informe económico anual ofrece un reflejo completamente pertinente del desarrollo de la coyuntura. Sin embargo, en vista del paro persistentemente elevado, no resulta muy adecuado que el Gobierno Federal no pueda anunciar amplias medidas de reforma hasta la próxima legislatura. En una actitud crítica, el Consejo señala que el informe rechaza, por un lado, el activismo disneico y, por otro, promete una pluralidad de programas para la promoción de inversiones en vivienda, fomento de la innovación y desarrollo de la sociedad de servicios y medios.

Para la Federación de Asociaciones Patronales Alemanas las expectativas de crecimiento de Bonn con hasta un 3% subrayan el hecho de que la industria alemana ha recuperado su competitividad. El actual "boom" exportador sería una clara demostración de la lograda adaptación de la economía a los imperativos de la globalización. Los patronos han requerido, no obstante, con insistencia al Gobierno Federal para que no abandone sus planes de reforma fiscal, puesto que "las discusiones marcadas por la envidia y las estrategias populistas de redistribución" llevan tarde o temprano a cada país a una posición de segunda categoría. Con independencia de esto, la Asociación Alemana de Cajas de Ahorro reclama las reformas estructurales todavía pendientes como condición necesaria para avanzar en el mercado laboral. Todavía no sería tarde para una alianza para el trabajo entre políticos, empresarios y trabajadores.

Informe sobre la situación económica.

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. del 12 de marzo)

Año electoral para arriba, año electoral para abajo: el Gobierno Federal no ha caído en la tentación del maquillaje en el informe económico anual de 1998. El cuadro relativo a la marcha de la economía —está dentro del marco de las estimaciones diseñado por los economistas académicos y por los institutos de investigación económica en sus pronósticos para este año. Medido en base a la confianza de laguna que otra asociación económica, el enunciado de la tendencia en el mercado laboral produce un efecto de cautelosa hipotermia, porque después de años de un dramático desmantelamiento de puestos de trabajo la situación se estabiliza de tal forma que a finales de año será perceptible un incremento del empleo. Realmente no cabe en este caso hablar de promesas desordenadas.

El maquillaje de los datos con fines electoralistas sería no sólo un abuso hacia una institución legalmente cimentada como es el "informe económico anual". Mientras tanto, la población es demasiado ilustrada en materias económicas para creer en la en tiempos corriente tesis de que toda expansión conduce a la economía más o menos rápidamente hacia un grado de ocupación satisfactorio. Que el empleo debe —también dentro de la competencia de los planes de política

económica— conseguirse mediante el esfuerzo es algo que hoy han aprendido y comprendido amplias capas de la opinión pública. En esto, y no en el entramado de las cifras, está el aspecto político de este informe económico anual: en la oferta de una posición que apuesta por una mayor libertad económica del ciudadano, por la autorresponsabilidad, por el retroceso del estado con sus exigencias en materia de impuestos y con sus regulaciones. La alternativa rojiverde —anulación de las reformas, reparto de la eficiencia, ecología antes que economía— no requiere siquiera ser formulada, porque a nadie se le puede escapar que la decisión electoral es una decisión económica de grupo. Así —sin ningún recurso a las polémicas de la lucha electoral— el informe sobre el estado de la economía se convierte en el informe sobre el estado de los proyectos políticos.

Hasta el otoño del año al que se refiere el informe reina paralización política. De momento, la expansión seguirá el curso trazado hoy por las magnitudes económicas. La decisión sobre el futuro económico del país viene después.

Crear puestos de trabajo

En torno al informe económico anual.

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. del 12 de marzo)

Así podría rezar un eslogan electoral de la Coalición: "llevar adelante la expansión —crear puestos de trabajo"—. El informe económico anual del Gobierno Federal que lleva este título puede ser este año el programa electoral de la Coalición. Mientras que el SPD y los Verdes planean anular las extraordinariamente modestas reformas de años anteriores, el Gobierno Federal mantiene en su informe el punto de vista de que éstas deben seguir llevándose a cabo.

En ellas están incluidos no sólo la reforma fiscal que el Canciller Federal quiere volver a hacer figurar en el centro de su proyectado futuro programa de gobierno, sino también el ulterior saneamiento de los presupuestos del sector público, la estructuración, más soportable para el empleo, de los sistemas de seguridad social y una mayor flexibilidad de los mercados laborales. Los alemanes no pueden dormirse en sus acervos y contemplar cómo en todos los demás países del mundo se libra la batalla por un mayor bienestar y una superior cuota de mercado. Alemania debe subsistir en esta disputa. Para ello es preciso mejorar las condiciones marco y profundizar la integración de la economía mundial. Éste es el mensaje del Gobierno Federal.

De acuerdo con las reglas de la Ley de Estabilidad y Crecimiento, el Gobierno Federal fija en su informe económico anual su propia proyección sobre el crecimiento económico de un año y explica la política económica y financiera que proyecta poner en práctica. De todas formas, el informe de este año va mucho más allá. Todo el mundo sabe que las posibilidades de configurar la política son este año extraordinariamente limitadas después de que, desde hace tiempo, esté en marcha la campaña electoral. Así el catálogo de medidas del informe se convierte en programa para la próxima legislatura.

Puede que en Bonn esto lo consideren poco satisfactorio, pero es que antes de las elecciones al Parlamento sólo unas pocas reformas podrían ser puestas en práctica. Entre ellas podrían figurar la enmienda de la Ley contra las Restricciones a la Competencia, la reforma de la legislación sobre contratación y la Ley Marco de Universidades. Todos estos proyectos son importante, pero apenas si son adecuados para que la coalición los utilice con eficacia electoral. Con ello, se plantea la cuestión sobre la reforma como la Coalición puede hacer propaganda en su favor en los campos de las políticas económica y financiera.

La Coalición intentará reclamar para sí las competencias en materia de política económica. En cualquier caso, puede recordar que ha puesto en práctica casi en su totalidad el programa de 50 puntos de economía y empleo del año 1996. Sin embargo, no se ha acertado en las decisivas reformas del campo de la política fiscal y social y justamente esto es lo que hasta ahora ha vuelto a suscitarse críticamente por las empresas.

De todas maneras, en la proyección del informe económico anual se encuentran algunas afirmaciones que la Coalición puede utilizar para fundamentar su tesis. La coyuntura tiene que seguir ganando impulso y avanza en un 2,5 o 3% y también en el mercado de trabajo se ha iniciado un cambio de tendencia. La oposición podrá reprochar al Gobierno que su informe está maquillado. Ahora bien, esta crítica es injustificada. Más bien se observa que el informe es demasiado cauteloso y moderado. Así los empresarios están convencidos de que el crecimiento será más o menos del 3%. La hipótesis del 2,5% se queda corta.

En la cuestión de cuánto descenderá el paro se ha iniciado la discusión incluso en el seno del Gobierno Federal. El Ministro de Investigación Jürgen Rüttgers, que ya la semana pasada había pronosticado que el número de desempleados retrocedería en 500.000 hasta los 4,2 millones, ve confirmado su punto de vista por la reiteración de su estimación a cargo del Presidente de la Patronal Dieter Hundt. No obstante, ha sido objeto de crítica por parte del Ministro Federal de Economía Günter Rexrodt quien le ha echado en cara el haberse equivocado en sus cálculos. En el promedio anual, el paro disminuiría en 1998, como máximo, en 200.000 personas. En esto ambos ministros podrían tener razón. Rexrodt probablemente ha censurado a Rüttgers sólo porque no le gusta que éste intente destacarse en el campo de la política económica. También estas facetas corresponden, en tiempos de campaña electoral, al ritual de aprobación del informe económico anual.

La proyección del Gobierno no deja de ser realista. A pesar de todo, no será cosa muy natural que se alcancen los objetivos de este año. Esto es sobre todo aplicable al empleo. Los presidentes de las grandes asociaciones económicas han prometido su apoyo al Canciller Federal Kohl, señalando que las afirmaciones relativas a las exigencias de la política económica, financiera y fiscal no pueden interpretarse de otro modo. Ya se verá si la cifra de crecimiento del empleo dada por el Presidente de la Patronal Dieter Hundt se puede alcanzar. Como puro subproducto de una variación de la coyuntura apenas si sería duradero un éxito en el campo del empleo. No hay que interpretar como crítica mezquina

el que por parte de las empresas se señale una y otra vez que sin reformas sociales y fiscales siguen siendo malas las perspectivas de una mejora rotunda del empleo.

Esta sospecha adquiere especial peso por el hecho de que en Alemania el potencial principal para el empleo está en la economía de las empresas medianas. Precisamente en este ámbito la propensión a invertir no depende de condiciones especiales otorgadas de forma transitoria, sino de un clima económico próspero a largo plazo. Esto se ve a su vez determinado por las reformas que han resultado hasta ahora bloqueadas por el conflicto entre el Bundestag y el Consejo Federal.

El informe económico anual no es nunca una proyección puramente académica, sino siempre también una exposición de intenciones y de objetivos políticos. No es de extrañar que en un año electoral se subraye este aspecto con mayor intensidad que de costumbre, pues así el informe se convierte en programa.

No hay que temer al euro

(Edit. de Andreas Oldag en *Süddeutsche Zeitung*, del 16 de febrero)

Para el euro no pueden ser peores las encuestas, ya que una gran mayoría de los alemanes se manifiesta en contra de la moneda única. Los argumentos adicionales los han suministrado los 155 profesores que han hecho un llamamiento en favor de un aplazamiento de la Unión Monetaria. En otros países europeos estas acciones chocan con la incompreensión. No sólo los españoles, los franceses y los belgas están persuadidos de la conveniencia de adoptar la nueva moneda. Tampoco los líderes de la industria pueden comprender que poco antes de tomarse la decisión relativa a los candidatos se reclame el retraso del proyecto. En todo caso, Alemania ha suscrito un Tratado vinculante desde el punto de vista del Derecho Internacional en el que están establecidas con precisión las fechas para el inicio de la Unión Monetaria, ¿Qué es lo que pasa con los alemanes?

En primer lugar, la observación afecta al Gobierno Federal. Un par de millones de marcos dedicados a la publicidad del euro no son suficientes para poner en marcha una campaña puntual de imagen. Ciertamente los bancos privados disponen de recursos muy diferentes para ilustrar a sus clientes sobre la nueva moneda. Sin embargo, el Gobierno Federal ha omitido ocuparse de informar a amplios sectores de la opinión pública acerca de una de las más importantes decisiones de la época de la posguerra.

Existen muchas razones por las que, a diferencia de los italianos o de los franceses, los alemanes se sienten vinculados a su marco. Pero la realidad es también que la República Federal figura hoy en la UE entre los estados en los que es particularmente importante la oposición a las innovaciones en materia de política económica. Se sigue teniendo la idea de que se pueden más o menos ignorar las repercusiones a escala inter-

nacional de la globalización y de que cabe seguir sopor-tando exuberantes gastos públicos.

El euro en modo alguno ofrece a la UE la garantía, pero sí la oportunidad, de que Europa se pueda reafirmar con un espacio monetario unitario dentro del marco de la creciente competencia a nivel mundial. El euro es indudable que no crea automáticamente más puestos de trabajo. Pero la nueva moneda mejora las posibilidades de que las empresas consigan ser más competitivas. Y con ello podrían también crearse más empleos.

Los críticos del euro argumentan que la nueva moneda aprovecha sobre todo a Francia, porque la política de París siempre ha estado orientada a quebrar el dominio del Bundesbank. La tesis puede ser muy plausible a partir de la génesis del Tratado de Maastricht. Pero ¿sirve de mucha ayuda? En primer lugar, el Banco Central Europeo es por lo menos tan independiente como el Banco Federal. En segundo término, los críticos olvidan que la República Federal, tan dependiente de las exportaciones, tiene unos intereses económicos que le son inherentes.

Los mitos de la globalización

(Edit. de Jürgen Dunsch en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 29 de diciembre)

En el ruedo de la economía mundial se puede contemplar una especie de triatlón. Las empresas quieren ser cada vez más rápidas, más grandes y sobre todo más rentables. Las cooperaciones, las alianzas y sobre todo las fusiones son los medios, la internacionalización, incluso la globalización, los objetivos de los grandes procesos de cambio. Las "economies of scale", ensalzadas una y otra vez, encuentran en cierto modo su consumación. La globalización no es nada nuevo; ya dos años después de su creación, el Deutsche Bank, por ejemplo, abre en 1872 filiales en Shangai y en Yokohama. Lo nuevo es la intercomunicación internacional de los procesos de trabajo.

El término clave, la globalización, despierta temores en muchos lugares. Junto a posibles desplazamientos de lugares de trabajo a países con costes más bajos, estos temores se deben a dos tipos de preocupaciones. En primer lugar, se afirma, se cierne la amenaza de una especie de nivelación cultural: las mismas películas en todas partes (generalmente de producción americana), las mismas cadenas de comida rápida por doquier. Gusto unitario reglamentado, desde el diseño del automóvil, hasta la decoración de la casa. En segundo término, y no desacertadamente, se reconocen aumentos de poder que sustraen cada vez más a las empresas de la intervención de las autoridades del estado. La posición de Microsoft y de Intel es ya legendaria. En la industria aeronáutica sólo dos grandes oferentes, Airbus y Boeing, están frente a frente. También en otros sectores avanza rápidamente la concentración. Algunas grandes empresas apenas si encuentran una sociedad auditora que no actúe también en empresas de la competencia. Pero la globalización es algo más. Muchos consorcios tratan de alcanzar la posición

de líderes en el mercado. Esto despierta la sospecha de que, en fin de cuentas, a través de las adquisiciones y las fusiones lo que se trata de conseguir es una posición de monopolio.

No obstante, también puede observarse el movimiento contrario. Las empresas limitan cada vez más su abanico de productos hasta convertirse en cabezas en el mercado. Pero, de todas formas, es más que dudoso que esto sea suficiente para mantener alejada a la concurrencia. Otros eslogan de liderazgo de mercado influidos globalmente revelan también, en una consideración más detenida, un carácter bifronte. El abanico disminuido de productos se justifica generalmente con la concentración en competencias fundamentales. Por un lado, se hace referencia con ello al cada vez más costoso capítulo de la investigación y el desarrollo, por ejemplo, en la industria farmacéutica. Al mismo tiempo, en muchos casos, la concentración es una estrategia de retirada, porque también supone privarse de campos del desarrollo. Otro ejemplo: con el atesoramiento de beneficios puede que se haga más por el "shareholder value" que con elevados dividendos para los accionistas. De todas maneras, si no se acreditan en balance, si sólo se acumulan en considerables reservas ocultas y no se colocan en la industria, no se favorece en grado óptimo al accionista. Justamente en Alemania las empresas se han venido una y otra vez viendo hasta época reciente sometidas a este reproche.

Los mitos de la globalización que salen a la luz en estos ejemplos los cultivan, no obstante, también sus adversarios. En modo alguno se la considera sólo un peligro, sino que es parte de una modificación profunda de los modos de trabajo y de vida. Muchos viajeros aprecian el confort de las grandes cadenas hoteleras, ya pernocten en Boston, en Madrid o en Seul. Las empresas que desarrollan su actividad a nivel internacional ven considerables potenciales de reducción de costes en la uniformización. Esto empieza con las máquinas y termina con los auditores del balance anual. Aunque muchos lancen, como hace años, eslogan como "buy British", el verdadero comportamiento en las compras se rige, en cambio, en primer lugar, por los criterios de calidad, precio y servicio. A menudo tienen los extranjeros en esto más que ofrecer.

No en último término por este motivo es importante un sistema liberal de comercio internacional. La privatización de las grandes empresas estatales desmantela más fronteras nacionales y refuerza, a través de, en ese caso, posibles alianzas, las tendencias a la globalización ya existentes. El desarrollo de las técnicas de la información actúa en la misma dirección. En este contexto, algunos consejos de dirección yerran el tiro, porque, en su ambición, confunden tamaño con efectividad y poder con política comercial inteligente. La fusión de los dos consorcios farmacéuticos Pharmacia y Upjohn ha resultado ser un error. Muchos grandes bancos japoneses se presentan hoy como gigantes con pies de barro. En Alemania la creación del grupo del sector de bebidas März no ha impedido el derrumbamiento.

En esto desempeñan un papel no sólo las sinergias que se representan demasiado color de rosa. En las relaciones transnacionales se infravaloran no en último término las pérdidas internas por fricción. Un ejemplo

de esto está en la adquisición de Boehringer Mannheim por Roche en Basilea. Reforzada por el proceso de cartelización en curso, se ha propagado la incertidumbre acerca de la futura organización de la empresa.

¿Equivale la globalización, como papilla única, al mundo de la Coca Cola desde el Cabo Norte hasta la Patagonia? Quien sostenga esto infravalora las tendencias de los grandes consorcios a la esclerosis. No toma nota de que muchas de estas empresas luchan inútilmente por vincular la superioridad en las ventas y en la capacidad financiera con la movilidad de sus competidores más pequeños en los mercados. Y también ignora la nueva modalidad de división del trabajo que comporta la creación de consorcios internacionales. Y es que a menudo éstos se ven obligados a concentrarse en lo esencial. La consecuencia es que pequeñas unidades se transforman en nuevas empresas, se venden después, se canalizan hacia empresas comunes o se orientan hacia la bolsa. En muchos casos se desarrollan incluso mejor que en el gran concierto. La tendencia de las empresas a la dimensión global refleja el amalgamamiento de la economía mundial. Por ello, y pese a todos los obstáculos, este proceso continuará. Los peligros son manifiestos. Al mismo tiempo, los consorcios internacionales, por su parte, son el punto de partida de las reformas estructurales con la oportunidad de nuevos puestos de trabajo, de soluciones insospechadas a muchos problemas y de bienestar futuro.

Respeto para la OIC

(Edit. de Nikolaus Piper en *Süddeutsche Zeitung*, del 10 de diciembre)

Toda competición necesita de unas reglas y de un árbitro. Quien tenga que temer que en cada ocasión le tomen el pelo ni siquiera se situará en la posición de salida. Y también sucede esto con la concurrencia en el mercado internacional. En la medida en que las naciones que practican el comercio se han distanciado de los comportamientos poco transparentes, también ha progresado la globalización. En este contexto, ha supuesto un avance considerable la designación de un árbitro con poderes limitados, pero dignos de mención, como ha sido la Organización Internacional de Comercio (OIC).

Desde su creación en 1995 la OIC se ha ganado el respeto, sobre todo por su procedimiento de arbitraje y hasta tal extremo que hoy muchos conflictos comerciales pueden ser resueltos por la vía de la conciliación. La gran utilidad que la mera existencia de la Organización tiene, queda también demostrada actualmente por las negociaciones en torno a la liberalización del comercio de los servicios financieros.

A este respecto, una candente pregunta ha quedado hasta hoy sin respuesta y es la de si las grandes potencias comerciales, es decir, Japón, la UE y los EE.UU., van a respetar los fallos de la OMC también en el caso de que queden afectados los intereses generales de un sector y/o el prestigio nacional. Mientras tanto, esta cuestión se plantea de manera muy concreta al ha-

ber sido claramente condenada, por irregular, la organización del mercado del plátano. Igual de contraria a las normas es la Ley Helms-Burton que amenaza con sanciones a las empresas si invierten en antiguas propiedades de los EE.UU. en Cuba. Hasta ahora la comisión de la UE y el Gobierno de Washington se han inclinado por dejar transcurrir el tiempo, pero, sin embargo, los casos están sustancialmente sin resolver. Ahora amenaza con plantearse un tercer caso: el de Kodak contra Fuji. La empresa americana de películas había presentado una demanda en base a que el Gobierno de Tokio, conjuntamente con la firma competidora Fuji, le impediría el acceso al mercado japonés. Pero, según un informe transitorio, la OMC rechazaría la demanda. En consecuencia, la cuota de mercado de Kodak en Japón sería exclusivamente una cuestión de esta marca. En definitiva, ningún japonés puede ser obligado a adquirir películas de Kodak. Y ahora hay voces en los EE.UU. que dicen que nunca habrá que doblegarse a una decisión de esta naturaleza.

Es un antiguo pero peligroso juego el que se juega en Washington: se amenaza con sanciones comerciales, o incluso con la total retirada de la responsabilidad del sistema comercial ligado a normas, para someter así a presión a los socios comerciales. Los EE.UU. ya tuvieron a menudo éxito con esta táctica, en ocasiones también totalmente en beneficio de un fortalecimiento del libre comercio. Sin embargo, de hacer el más fuerte país miembro de la OMC abierta y desconsideradamente caso omiso de sus decisiones quedaría entonces planteada la cuestión del sistema vigente.

Ajustes asiáticos

(Edit. de *Neue Zürcher Zeitung*, del 1 de febrero)

La crisis en Asia todavía no ha pasado: las recuperaciones transitorias y las estabilizaciones a corto plazo en los mercados de divisas y en los mercados de títulos valores no deben ocultar la realidad de que las perturbaciones aun no se han superado y la confianza no se ha recuperado. Las promesas de refinanciación de los bancos extranjeros y las líneas de crédito de los gobiernos e instituciones multilaterales posibilitan acometer ajustes a largo plazo bajo una limitada presión temporal. En los países del Este asiático la adaptación de las estructuras ha de tener en cuenta por lo menos tres aspectos: el de la política monetaria, el de la política financiera o crediticia y el de la política de ordenamiento. Estas facetas penetran de manera diferenciada en cada uno de los países. Evidentemente que los tigres asiáticos de la primera generación –Hong Kong, Singapur y Taiwan– resultan mucho menos afectados por las turbulencias que la segunda generación –Tailandia, Indonesia y Malasia–. Un caso especial parece estar representado por Corea del Sur.

Todo empezó a mediados del año pasado en el campo monetario cuando un nuevo y mientras tanto dimitido Ministro de Finanzas de Tailandia descubrió que las reservas de divisas de su país eran mucho más reducidas de lo que se había declarado. Cuando, en consecuencia, se negó a apoyar a una gran sociedad finan-

ciera en dificultades se hizo patente la debilidad financiera del país. Después de una breve resistencia, Tailandia tuvo que abandonar su vinculación al dólar, cayendo el baht rápidamente a aproximadamente la mitad de su valor externo actual. Los mercados financieros captaron en seguida que, en vista del desarrollo económico diferenciado —con escasez de mano de obra y salarios en rápido aumento en Bangkok— no era posible ya mantener el ritmo de la divisa americana en fuerte alza. El Fondo Monetario Internacional (FMI) hacía tiempo que había ya exhortado a introducir retoques en el sistema financiero, aunque sin apremiar, dado que los indicadores económicos globales no daban la señal de máxima urgencia. Lo inesperado para la mayor parte de los observadores fueron las proporciones y el ritmo con los que la debilidad monetaria de Tailandia se propagó a otros países. Ahora el FMI quiere, en primer lugar, que se imponga la buena conducta con saneamiento presupuestario, lucha contra la inflación y equilibrio económico exterior.

Los aspectos financieros son en la crisis asiática mucho más importantes que los influjos monetarios. Los problemas de pago no los tienen en primer lugar las corporaciones estatales, sino los institutos financieros privados y las empresas industriales y esto es aplicable a Tailandia y a Indonesia, a Malasia y a Corea del Sur y seguramente también —todavía oculto— a Japón. Atraídos por falsos incentivos estatales, los bancos asiáticos y sectores del mundo de las empresas se han endeudado en alto grado en monedas extranjeras. Estas deudas son formalmente, de momento, todavía a corto plazo, aunque, de todas formas, cuando se contrajeron se entendió que era rotativas a largo plazo. Los bancos acreedores internacionales exigen ahora reembolsos rápidos. No sólo han de asimilar el pánico de los desacoplamiento de monedas, sino también el *shock* de las cancelaciones de las garantías cuasi estatales para todos los descubiertos en monedas extranjeras. Resulta ser un gran error el punto de vista de haber hecho, gracias a promesas estatales de solvencia, una inversión monetaria sin riesgo con tipos de interés abultados.

El carácter de la crisis financiera se manifiesta en los participantes y en las transacciones. Los extranjeros han comprado directa e indirectamente, a través de bancos y entidades de inversión, sobre todo títulos valores e inmuebles. Las cotizaciones bursátiles y los precios de los bienes raíces crecieron con fuerza, quedando a la vista la intención de obtener rápidamente ganancias cuantiosas. La caída de las monedas arrastró consigo a las cotizaciones de la bolsa y también a los precios de los inmuebles que ya se habían debilitado antes, por cuanto que habían dejado de estar en relación con la rentabilidad alcanzable. Ahora los institutos nacionales y extranjeros tienen que valorar de nuevo a sus deudores, así como sus carteras de valores y de inmuebles. Los principios tradicionales de la clasificación crediticia individual no se habrían pagado con oro. Las inversiones directas resultan mucho menos afectadas, ya que las perspectivas de exportación prometen una compensación y una mitigación. Estas perspectivas en el comercio exterior por la vía de las relaciones monetarias modificadas exigen de tiempo y dinero, así como de la disposición de los países industrializados a admitir una expansión de las importaciones.

La franqueza de los países industrializados exige, sin embargo, la voluntad de los países emergentes de Asia de integrarse en la economía internacional. Y con ello quedan patentes los aspectos culturales o de política de ordenamiento. Los líderes políticos asiáticos han venido reclamando hasta hace poco condiciones marco independientes para el desarrollo económico, por ejemplo, la responsabilidad de grupo antes que el interés personal o la mano protectora del estado antes que los caprichos de los consumidores y del mercado. Estas exigencias han hecho prevalecer una preocupación paternalista en torno al bien común, pero también han encubierto la codicia individual, el nepotismo y el despotismo, la mezquindad y los razonamientos basados en el prestigio. Aunque los trabajadores del campo, atraídos hacia la ciudad, construyeron en Kuala Lumpur el edificio más alto del mundo y largas filas de casas de lujo, faltan sin embargo los arrendatarios y los compradores. Se despilfarraron, por lo menos en parte, las sustanciales reservas de ahorros y los considerables flujos de recursos. Como ejemplo de actuaciones inadecuadas llama la atención cómo en Indonesia, en el círculo familiar del Presidente, se ha repartido y desviado el patrimonio público, se han fijado de común acuerdo los precios de los factores de producción y de los bienes de consumo y se ha obstaculizado la competencia a través de la creación de monopolios. Los países del Sudeste asiático, ricos por la Naturaleza y por la laboriosidad de sus gentes han visto, a pesar de los éxitos, cómo su pobreza aumentaba más de lo que habría sido el caso con una asignación de los recursos ajustada al mercado.

¿Qué consecuencias se derivan de todo esto? En primer lugar, después de las devaluaciones y de los créditos internacionales parecen haberse levantado gruesos diques monetarios de contención. En segundo lugar, hay que desgravar y recapitalizar los bancos y a las empresas industriales implicados, que, todos, se han movido en este carrusel que gira a velocidad vertiginosa. Esto deberá producirse de una forma transparente, lo que puede suceder —en muchos casos probablemente con un nuevo equipo gobernante— a través de moratorias y refinanciaciones, de enajenación de activos patrimoniales, de conversión de recursos ajenos en recursos propios, de fusiones o —como última consecuencia— de cierres. Lo que parece rechazable es recurrir a los fondos procedentes de la recaudación de impuestos, dando una impresión de escasa credibilidad el otorgar garantías para todos los acreedores, puesto que las mismas no se respetarán. ¿Por qué no deberían asumir riesgos los inversores extranjeros? Hay que distinguir entre pérdidas por quiebras empresariales y moratorias con denegación generalizada de pagos por intereses y de capital. Los ejemplos en Sudamérica han demostrado que las moratorias declaradas unilateralmente destruyen para muchos años la confianza de los inversores. El eje para recuperar ahora inmediatamente la confianza lo constituye el sector bancario, donde hay que separar enseguida a los buenos de los malos. El nuevo escándalo en el Ministerio japonés de Finanzas pone de manifiesto que es decisiva la importancia de una supervisión bancaria rigurosa e independiente.

En tercer lugar, por último, las elites asiáticas dirigentes deben reconocer el carácter instrumental de la economía de mercado. La propiedad privada ampliamente repartida, las condiciones legales estables y

transparentes, la formación de precios y la competencia en los mercados son elementos constitutivos a los que no se puede renunciar en las sociedades desarrolladas. Aunque en el paso de una economía agraria a una sociedad industrial una mano enérgica puede imponer ritmo al desarrollo, la posterior diferenciación de la demanda exige consideración al consumidor y libertad para el mismo —es decir, democratización económica—. Japón no desea esta diversificación y China probablemente todavía no tiene que tomar nota de la misma. Las reglas de la economía de mercado rigen — pese a la posibilidad de acusados márchamos nacionales— en todas las áreas culturales. Y con ello resulta evidente que a la crisis asiática deben hacerle frente, desde el punto de vista mental y material, sobre todo los propios asiáticos.

El año de ocasiones desaprovechadas de Bill Clinton

(*Neue Zürcher Zeitung*, edit. del 24–25 de enero)

América —esto es un hecho— disfruta de una salud envidiable. La tasa de paro está en el nivel más bajo de los últimos 20 años, la inflación se vuelve a encontrar en la cota de los años sesenta, los Estados Unidos siguen teniendo, entre los grandes países industrializados, el crecimiento más alto y el déficit presupuestario, considerado durante largo tiempo como un lastre, puede decirse que se ha literalmente esfumado. El Presidente Clinton no sólo se encuentra en la confortable situación de proyectar para los próximos años presupuestos equilibrados, sino que en Washington tienen incluso ya lugar discusiones sobre la utilización de los futuros excedentes fiscales.

Con este telón de fondo apenas si podría sorprender que Clinton, con ocasión de la presentación del informe relativo al estado de la nación, llevará a su molino las aguas de este éxito. En definitiva, hace cinco años que está en la Casa Blanca y por ello puede parecer justo y razonable que el Presidente se quede con un trozo grande de tal éxito. De todas maneras, después de una consideración más detenida, puede que se quieran poner los acentos de forma distinta, porque, por lo que se refiere a los fundamentos macroeconómicos de una expansión que mientras tanto tiene ya una duración de siete años, se han construido —como en el caso de la política monetaria— sin la intervención de la Administración y del Congreso o las bases se han puesto —y esto atañe sobre todo a la política fiscal— de manera distinta mucho antes del mandato de Clinton.

Para empezar con la política de la que es responsable el Federal Reserve Board (Fed), la estabilidad monetaria alcanzada bajo Alan Greenspan constituye un ejemplo de los beneficios de una buena política. Así la baja inflación y la confianza en la continuidad de la política de estabilidad crean las condiciones necesarias para las inversiones de horizonte temporal a largo plazo como no se han dado desde los años sesenta. Una parte importante del actual crecimiento se debe a estas inversiones promotoras de productividad que no se habrían llevado a cabo en un entorno menos favorable.

Por otro lado, junto al reducido encarecimiento y al crecimiento comparativamente rápido, los EE.UU. ofrecen a los inversores extranjeros un clima propicio para la inversión, lo que fortalece al dólar y reduce la inflación importada. Todo esto podría explicar por qué —a pesar del pleno empleo y del robusto crecimiento— no constituye un tema de debate la reaparición de la inflación.

Igual que el Presidente Clinton no puede acaparar el éxito del Fed en materia de estabilidad, tampoco puede, en un examen más detenido, hacer figurar el equilibrio presupuestario como un resultado de su política. Entre el primer año de mandato de Clinton y el momento actual el presupuesto federal ha aumentado en un 30% hasta 1,7 billones de dólares. Aclarando las distintas partidas, sus participaciones en el presupuesto total han permanecido, con una sola excepción, constantes a lo largo de todo el periodo. La excepción es el presupuesto de defensa, que en los últimos diez años se ha contraído desde un porcentaje del 6% del producto interior bruto (PIB) al 3%. Esta diferencia de 3 puntos porcentuales del PIB —ello representa unos 260.000 millones de dólares— equivale con bastante precisión al éxito en materia de saneamiento desde 1992, en que el déficit presupuestario había llegado a los 290.000 millones de dólares.

En otras palabras, esto significa que tanto la Administración, como el Congreso han hecho poco o nada por quebrar la dinámica del crecimiento de los gastos estatales. Como en la mayor parte de los demás estados industriales, habría que aplicar el lápiz rojo no sólo a los gastos “discrecionales”; los recortes serían necesarios sobre todo en los gastos vinculados a las leyes de existencias. Por la mayor edad paulatinamente alcanzada por la generación del “baby-boom” se sabe hoy ya que los presupuestos estatales para la previsión de jubilación y de enfermedad serán fuertemente deficitarios a lo más tardar dentro de diez años. Con este telón de fondo, el profesor de la Universidad de California en Berkeley Alan Auerbach ha calculado hace poco que, de acuerdo con las expectativas no cubiertas, habría que hablar no de equilibrio presupuestario, sino de un “déficit corregido” de un orden de magnitud de más del 5% del PIB.

En lugar de preparar a los electores para la necesidad de recortes dolorosos en los presupuestos de la seguridad social, Bill Clinton ha provocado una amplia discusión en torno a su puesto en la Historia, aunque distanciándose de iniciativas concretas que podían quizá haberle asegurado un cierto rango. Y hoy, próximo su informe sobre el “state of the Union”, se habla mucho de nuevos programas para, por ejemplo, el desarrollo de la previsión infantil y de enfermedad, pero no de reformas que reduzcan costes. El Presidente ha acometido incluso un activismo tal que los comentaristas han empezado a hablar de una “tercera encarnación” de Clinton. Después del “nuevo demócrata” de 1992 que en 1994, bajo la impresión de la sorprendentemente brutal derrota en las elecciones al Congreso, consiguió un giro total, conformándose con una amplia plataforma republicana, Clinton se presenta ahora como político reformado que quiere gobernar como un “activista que renuncia a las provocaciones ideológicas”.

Hasta un cierto grado esto corresponde a las reali-

dades políticas de su propio partido. Los demócratas quieren conseguir de nuevo en el próximo noviembre la mayoría en la Cámara de Representantes y para ello dependen, en opinión de los estrategas, de un Presidente que puede engatusar a los electores con nuevos programas de gastos. naturalmente que tampoco los republicanos son inmunes a los pecados originales populistas. Sus exigencias concretas en materia de reducciones de impuestos y al mismo tiempo con planteamientos muy difusos sobre recortes simultáneos de gastos, se oponen también a un saneamiento duradero de las finanzas federales.

Justamente porque el Congreso apenas puede en un año electoral –en 1998 se procede a la reelección de la totalidad de la Cámara de Representantes y de un tercio del Senado– saltar sobre su propia sombra y disponer recortes chocantes, el Presidente se vería reclamado. Como ya no se tiene que presentar a ningunas elecciones, estaría en la confortable situación de dar

cobertura al diputado, proponiendo el recorte para el que falta valor en el Congreso. El Presidente tendría al mismo tiempo que defender el interés nacional superior –en este caso unas finanzas federales sólidas– mientras se confiaba al Congreso el seguimiento de peticiones locales a corto plazo.

En casos normales, todo presidente americano sólo tiene ocasión una vez, concretamente el primer año del segundo periodo de mandato, de practicar una política exenta de concesiones al populismo. Ya al año siguiente se debilita el poder del Presidente y habitualmente en los dos últimos años de ejercicio del cargo apenas si rebasa el *status* de “pato paralizado” (“lame duck”). De confirmarse la grave acusación difundida a mediados de semana de que Clinton había inducido a perjurio a una antigua secretaria de la Casa Blanca, la historiografía podría algún día de esta semana establecer el comienzo del fin de la presidencia de Clinton.