

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

La debilidad del euro y la actuación del BCE	163
Las ventajas del euro	164
Euro confusión	165
La eurozona puede esperar un fuerte crecimiento	165
El peligro de la subida del precio del crudo	166
El impacto de los precios del petróleo	167
Los precios del crudo todavía son importantes en la "nueva economía"	168
Las debilidades persistentes en la economía francesa	169
FMI: Lecciones del fracaso de la sucesión de Camdessus	170
FMI: Que el acierto presida la designación del Director General	171
FMI: La Europa indecisa	172
Greenspan heterodoxo ("unorthodox")	172
El sueño español de Internet	173
La alianza entre el Deutsche Bank y el Dresdner Bank	174
Pequeña reforma para una gran ampliación	178
No hay crisis energética a la vista	179
En América no hay riesgo de cambio de rumbo	181

La debilidad del euro y la actuación del BCE

(P-A Delhommais y Philippe Ricard, en *Le Monde* de 16 de marzo)

Una semana más –se ha convertido en una costumbre desde principios de año– el Consejo de gobernadores del Banco Central Europeo tendrá lugar el jueves, 16 de marzo, en un contexto tenso. Con ocasión de la conferencia de prensa que había seguido a la última reunión, el 2 de marzo, su presidente, Wim Duisenberg, no había hecho ningún misterio de la intención del BCE de elevar próximamente su tipo corrector, pero en una fecha, naturalmente, desconocida. Como lo resumió el martes Edgard Meister, miembro del directorio del Bundesbank, "Duisenberg lo ha dicho todo. Creo que el riesgo asumido debe ser tomado en serio. Se trata ahora de encontrar el momento oportuno, y de tomar una decisión para la cual los mercados han sido bien preparados".

En el curso de los últimos días, los guardianes de la moneda única han emitido de nuevo señales al alza. Christian Noyer, el vicepresidente del BCE, ha estado muy explícito. "La orientación es clara para los mercados, pero sobre el ritmo y el volumen del movimiento que nos veremos obligados a hacer, nadie puede responder por adelantado", ha dicho aquél, considerando que los cursos del petróleo, pero también, y cada día más, la depreciación del euro, tienen un impacto sobre los precios a la importación. Para Noyer, "la incidencia de estos factores ha sido más duradera y más importante de lo previsto".

Es la persistencia de esos dos parámetros lo que inquieta a los responsables monetarios. La incertidumbre reina aún sobre las intenciones de los países exportadores de petróleo por lo que se refiere a un aumento de la producción –su cumbre tendrá lugar en Viena el 27 de marzo– y el euro se ha estabilizado a un nivel muy bajo de 0,96–0,97 el dólar. "Cuando nosotros

consideramos que un fenómeno como el precio elevado del petróleo no es pasajero, entonces debemos actuar", dice Noyer al periódico alemán *Welt an Sonntag* del domingo 12 de marzo.

Por su parte, el boletín mensual del BCE publicado el jueves 9 de marzo subraya que "en conjunto, las tensiones sobre los precios al consumo se han prolongado y acentuado [...]. La ligera aceleración de las alzas de los precios de productos industriales, exceptuada la energía, podría ser una primera señal que indicara que la progresión de los precios a la importación empieza a tener una incidencia sobre la de los precios al consumo". Los responsables monetarios, si bien esperan un retroceso de la inflación en el presente año 2000 después del máximo actual del 2 por 100, prevén para más adelante tendencias al alza.

Según no pocos economistas, el BCE debería pues proceder a una nueva contracción de su política monetaria en las tres semanas próximas. La mayoría de ellos (24 de 40, según un sondeo realizado por AFP) estima que se debería aprovechar el consejo de gobernadores del 30 de marzo, que se celebrará excepcionalmente en Madrid, para actuar en dicho sentido. Una decisión tomada el citado día daría una gran visibilidad a una reunión española destinada a convencer a la opinión pública europea que el BCE no se encuentra encerrado, como en una torre de marfil, en su reducto de Francfort.

Pero un gesto no debe excluirse a partir del 16 de marzo -6 economistas, entre 40, lo piensan, según la encuesta citada- aunque esa reunión no vaya a ser seguida de la tradicional conferencia organizada a principios de mes. Tomaso Padoa-Schioppa, miembro del directorio del BCE, ha dejado entender recientemente que ese detalle de calendario no tiene importancia. "Todo es imaginable", indica un responsable monetario.

Una elevación de los tipos, incluso modesto, desde el jueves, 16 de marzo, permitiría al BCE intervenir antes que la Reserva Federal norteamericana. Teniendo en cuenta las últimas estadísticas económicas publicadas en el otro lado del Atlántico que reflejan los riesgos de sobrecalentamiento y las últimas declaraciones de Alan Greenspan, apenas puede dudarse que la Reserva Federal elevará sus tipos el 21 de marzo. Actuando antes que el banco central norteamericano(1), el BCE evitaría ser acusado de seguidismo (*suivisme*), como fue el caso a principios de febrero, cuando el BCE contrajo su política monetario justo al día siguiente de hacerlo la Reserva Federal.

Un gesto del BCE el 16 de marzo permitiría también reducir, por lo menos durante algunos días, la diferencia de los tipos de interés a corto plazo entre Estados Unidos y Europa. Este elemento constituye, a los ojos de numerosos directivos monetarios europeos, una de las claves de la evolución del euro en relación con el dólar. Según ellos, el euro sólo podrá reaccionar cuando los inversores hayan adquirido la convicción que el BCE es más enérgico que la Reserva Federal y que los tipos a corto plazo europeos reaccionan más deprisa que sus homólogos norteamericanos. En fin, una acción del BCE desde el jueves permitiría tomar

los mercados por sorpresa, lo que tendría la ventaja de aumentar su impacto.

Sea como fuere, el debate corre el peligro de ser una vez más animado por los gobernadores. Ernst Welteggue, el presidente del Bundesbank, no se inclina a favor de una iniciativa rápida: en una entrevista con el magazine alemán *Capital*, considera que "la inflación no está, desde luego, muerta, pero no se encuentra debajo de cada piedra". Se trata de una opinión compartida por numerosos responsables políticos en Alemania y en Francia, pero que no parece predominar en Francfort.

NOTA

(1) Así ha sido, en efecto. Nota del traductor.

Las ventajas del euro

(*Le Monde* de 11 de marzo. Editorial)

¿Para qué sirve el euro? Esta cuestión se plantea desde hace más de un año en los 4 países de la UE que todavía no han adoptado la moneda única: el Reino Unido, Dinamarca, Suecia y Grecia. De estos países, uno sólo, Grecia, ha elegido sin reservas participar en el euro. Los participantes en el euro serán pronto 12, si el expediente de adhesión de Grecia a la Unión Económica y Monetaria, dado a conocer el jueves, 9 de marzo, es aceptado por los dirigentes europeos reunidos en la cumbre de Oporto, en junio.

Todo hace pensar que Grecia, en la que los progresos en materia de crecimiento, de inflación y de rigor monetario son notables, estará en el euro en 2001. Los otros tres países se interrogan sobre la oportunidad, o no, de acceder a la zona euro. Están acertados al hacerlo: todas sus economías están en una fase de crecimiento, están a punto de entrar en la "nueva economía", y sus bolsas se hallan florecientes. En este caso, ¿porqué formar parte del euro? Los británicos son los que más dudas tienen: un referéndum debe tener lugar. Los Laboristas se han comprometido, pero no han dicho cuándo. Tal vez al principio de la próxima legislatura, después de 2001. La prudencia de los unos y de los otros está justificada. Todo el mundo constata que dos de las grandes economías de la zona euro, Alemania e Italia, han conocido un crecimiento modesto después del lanzamiento de la moneda única a principios de 1999. La debilidad del euro, que traduce una falta de confianza de los mercados, provoca igualmente la sospecha de las opiniones públicas. Éstas constatan en todas partes que la zona euro no puede competir con la economía norteamericana, cuyo crecimiento y capacidad de innovación son insolentes.

Dinamarca, Suecia o el Reino Unido no tienen necesidad del euro para aplicar una política de estabilidad y de rigor presupuestario. Un país como Dinamarca obtiene superávit presupuestarios, cuando la mayoría de los miembros de la zona euro acumula todavía déficit. El punto de vista de Grecia es diferente:

como ayer Francia o Italia, Grecia ha podido justificar la entrada en el euro por su necesidad de afrontar los sacrificios y reformas necesarios para estructurar su economía.

A pesar de todo, es probable que los países más recalcitrantes entrarán, un día u otro, en el euro. Los daneses anunciaron hace poco la celebración de un referéndum sobre esta materia. En Suecia, un referéndum podría también celebrarse después de las elecciones de septiembre de 2002. Los daneses, los suecos, e incluso los británicos, constatan que el euro les ofrece, por procuración, una estabilidad de cambios favorable al crecimiento. Acceder al euro es obtener un tipo de cambio más equilibrado y un nivel bajo de tipos de interés, todo lo cual supone otras tantas razones nada despreciables que hacen que los países de Europa central y oriental deseen entrar.

Euro confusión

(*The Economist* de 3 de marzo. Editorial)

El Banco Central Europeo mantuvo ayer invariables los tipos de interés, en parte para evitar acusaciones de que se halla en una situación de pánico a causa del descenso de la moneda única. Pero los comentarios del presidente del BCE sobre el euro añadieron combustible al debate sobre la actitud del Banco Central Europeo sobre el tipo de cambio, y distrajo la atención sobre lo que es la cuestión crucial de evaluar las perspectivas para la inflación.

Las declaraciones sobre la baja del euro procedentes de las autoridades europeas a lo largo de las pasadas semanas han sido muy confusas. Se está poniendo de manifiesto la imposibilidad de persuadir a los gobernadores de los bancos centrales, de mantener un mensaje único, y no digamos por lo se refiere a los políticos.

Duisenberg expresó ayer sus propios puntos de vista con claridad. Un euro fuerte es algo positivo para Europa. Pero sus comentarios crean más incertidumbre sobre si el BCE observa sólo los precios, o si todavía espera utilizar la política del tipo de interés para influir en el tipo de cambio.

De hecho, en una economía relativamente cerrada como la de la eurozona, la tasa de cambio no debería ser motivo de gran preocupación. Incluso si así fuera, habría pocos gobernadores de bancos centrales que pudieran hacer algo por ello. El escrutinio de la política del tipo de cambio está alejando el centro de atención de éste para fijarlo en la estabilidad de los precios.

Duisenberg podría difícilmente haber dado un mensaje más fuerte sobre sus preocupaciones por la inflación. Pero, si bien hay riesgo respecto a la estabilidad de los precios, puede que no sea necesaria una elevación del tipo de interés tan pronto como el presidente cree.

Desde luego, la inflación sube, y la inflación de la zona euro en febrero es probable que supere el 2 por

ciento que establece como límite tolerado por el BCE. Sin embargo, como señala el mismo BCE, se trataría de una subida temporal debida al incremento del precio del petróleo.

Más informativa es la cifra de la inflación básica, que excluye la energía, los alimentos, el alcohol y el tabaco. Ésta permanece baja (+1,2 por ciento en enero), si bien se ha movido algo para arriba a lo largo de los últimos meses. Si esta tendencia continúa, lo que indicará será que los precios más altos de importación causada por la debilidad del euro, junto con la subida de los precios de la energía, influyen en el nivel general de los precios.

Las subidas salariales suponen otro riesgo. Sin embargo, es todavía pronto para saber si las retribuciones salariales subirán o no, y, eventualmente, en qué medida.

Esas tendencias han de ser vigiladas atentamente. Hasta ahora, sin embargo, las pruebas de un incremento de la inflación son muy débiles, o inexistentes. La zona euro necesita un período de fuerte crecimiento económico para erosionar el paro y estimular la reforma estructural. Una prematura subida de los tipos de interés podría ser altamente perjudicial.

La eurozona puede esperar un fuerte crecimiento

(Tony Barber, en *Financial Times* de 2 de marzo)

La economía de la eurozona está en curso de una fuerte expansión, pero las presiones inflacionistas están adquiriendo fuerza en la industria, según un análisis que se dio a conocer ayer.

El índice Reuters-NTC Research de directores de compras se elevó al 57,1 el mes pasado frente al 55,5 en enero, indicando que la industria manufacturera en la eurozona había celebrado su 11º mes consecutivo de crecimiento. Cualquier cifra por encima de 50 representa expansión en el sector manufacturero, y la cifra de febrero fue la segunda más alta desde que el índice empezó a elaborarse, hace tres años.

Los resultados de la encuesta –que cubre Austria, Francia, Alemania, Irlanda, Italia y España– señalan que Francia sigue siendo la más expansiva de las economías de la zona. La recuperación económica en Alemania e Italia, que figuraban como las más lentas de la eurozona el año pasado, es también una realidad este año.

Sin embargo, los datos también han mostrado que los precios de los *inputs* subieron notablemente el pasado mes, principalmente a causa del efecto del incremento de los precios del crudo y de la debilidad del euro. El índice de precios se elevó a 68,2 frente a 67 en enero.

Según los economistas, la encuesta mostró que el BCE tenía buenas razones para vigilar las presiones inflacionistas.

En general, las cifras de hoy confirman que la acti-

vidad económica en Europa está en buen estado, aunque el BCE estará preocupado por la presión inflacionista.

La zona de los 11 países alcanzó una inflación del 2 por ciento en enero, y esto por vez primera desde la puesta en marcha del euro, con la particularidad de que también ha subido la inflación básica ("core"), que es la que excluye los precios de la energía y de la mayoría de los artículos alimenticios.

Economistas privados creen ahora que la inflación podría promediar el 1,8 por ciento este año, esto es, más del nivel del 1,5 por ciento que los expertos europeos esperaban a últimos de 1999.

De conformidad con cifras publicadas ayer por Eurostat, el paro en la zona euro fue del 9,6 por ciento de la masa laboral en enero, con lo que la cifra se mantuvo sin cambios desde diciembre.

El paro en los 15 países de la UE se situó en el 8,8 por ciento, también sin cambios desde diciembre. La tasa más alta se dio en España, y fue del 15 por ciento. Aunque sin dar cifras precisas, Eurostat informaba que Luxemburgo y Holanda tuvieron las tasas de desempleo más bajas (2,6 y 2,7 por ciento, respectivamente).

El peligro de la subida del precio del crudo

(*The Economist* de 11 de marzo)

Cualquiera que recuerde las subidas de los precios del crudo de 1973-1974, 1979-1980 y 1990 debería ahora pasar noches sin dormir. En las tres citadas ocasiones el crudo triplicó su precio, reinó la inflación y la economía mundial sufrió una recesión. A lo largo del pasado año, el precio del crudo subió más de cuatro veces. Sin embargo, casi todo el mundo parece estar dormido. Nadie predice una recesión. Tal vez sea la hora de despertarles.

Esta semana, el precio de referencia del North Sea Brent alcanzó los 32 dólares el barril, antes de volver a situarse por debajo de los 30 dólares. A finales de 1998, el precio se movía alrededor de 10 dólares. Los precios actuales son los más elevados que se han visto desde la Guerra del Golfo en 1991. La subida del precio significa tanto reducciones de producción por parte de la OPEC, como una demanda global más fuerte de lo esperado. Pocos economistas se inquietan, y creen que las economías más ricas son hoy menos vulnerables de lo que eran. La nueva economía se basa más en información que en petróleo.

Hay desde luego buenas razones para pensar que las consecuencias económicas de la subida de los precios del crudo serán manos severas ahora de lo que lo fueron en los años 1970. Primero, la subida de los precios del crudo se produce desde un agudo colapso: al principio de 1999, los precios estaban en sus mínimos en términos reales -es decir, v.g., ajustados con la inflación- desde 1972. Incluso después de su reciente subida, los precios reales del crudo están en un nivel que no alcanza ni la mitad de los de 1981.

Una segunda consideración es que la conservación de energía (gracias a unos mayores impuestos) ha producido un desplazamiento hacia otras energías, y el declive de la industria pesada ha motivado que las economías ricas sean menos dependientes de lo que lo eran antes. Y, desde luego, las firmas de software utilizan menos energía que los fabricantes de coches. Desde principios de los años 70, la cantidad de petróleo consumido por dólar de producción ha bajado casi a la mitad en los países ricos.

Una tercera diferencia, como hace observar Philip Suttle, economista de J.P.Morgan, es que cada uno de los tres previos aumentos de los precios del petróleo estuvo relacionado con guerras o revoluciones, las cuales creaban una incertidumbre adicional. Esta vez, la oferta del crudo está retenida voluntariamente, razón por la cual el impacto adverso en los negocios y en la confianza del consumidor puede ser menor.

Cuarto. Choques de precios del crudo tuvieron lugar cuando las economías ricas estaban sobrecalentadas y la inflación estaba ya en un camino ascendente: los mayores precios del crudo pronto repercutieron en los salarios. Y aunque la economía norteamericana puede parecer caliente ahora, Europa y Japón disponen de una gran capacidad no utilizada.

Pero incluso en el caso de que los mayores precios del petróleo tengan un menor impacto de lo que era normal, tales precios tendrán algún efecto. El impacto inicial de una subida de los precios del crudo es claramente elevar los precios al consumo. Esto ocurre ya: la tasa de inflación ha aumentado, en relación con el año pasado, en Estados Unidos, de 1,6 al 2,7 por 100; y en el área euro de 0,8 a 2 por 100.

Es sin duda cierto que la tasa básica de inflación (la cual excluye los precios del petróleo) ha subido hasta ahora sólo un poco, gracias en parte a presiones estructurales a la baja. Este riesgo es importante en Estados Unidos, donde el mercado de trabajo es tan rígido como un bidón.

La subida de los precios del crudo puede reducir la producción de dos maneras. Primero, encogen las rentas reales, y, como consecuencia de ello, el gasto de las empresas y de las familias. Segundo, unos mayores precios del petróleo conducen a cambios de la relación real de intercambio, transfiriendo renta de los consumidores de petróleo a los productores de éste. Si los países productores de petróleo ganan mucho con los buenos tiempos, la demanda mundial se reducirá. En los años 1970, los países de la OPEC ahorraron de las rentas extra obtenidas, exacerbando la crisis mundial. Pero hoy, con unos productores de petróleo con problemas de deuda, lo más probable es que gasten la renta extra obtenida.

El impacto preciso del incremento actual del petróleo depende grandemente del tiempo durante el cual los precios se mantengan altos. Supongamos que el precio permaneciera alrededor de 30 dólares durante un año. ¿Qué le ocurriría a la inflación y a la producción en los países ricos?

El triplicar del precio del crudo de 10 a 30 dólares

supondría un incremento de la factura del petróleo importado de sólo un 1 por 100 del PIB, menos de la mitad de la renta extra obtenida como consecuencia del cambio de la relación de intercambio para cada uno de los choques de los años 1970. En un análisis de precios de crudo en su último *Economic Outlook*, la OCDE calcula que los exportadores de crudo gastarán entre el 80 y el 90 por ciento de sus ingresos extra en dos años, y que los tipos de interés reales y el gasto público real en las economías ricas permanecerán sin cambios. Sobre esta base, la OCDE dice que un aumento de 10 dólares del precio del barril incrementa la inflación en los países ricos en la mitad de 1 punto porcentual después de un año, y reduce el crecimiento en alrededor de un cuarto de punto. Haciendo una extrapolación atrevida, el incremento de 20 dólares sobre el precio del pasado año podría elevar los precios y cortar la producción en el doble.

La OCDE estima que los precios más altos del petróleo presionarán sobre la inflación más en Europa que en Norteamérica y Japón. Los mercados de trabajo más rígidos de Europa significan que los salarios tienden a responder más vivamente a los altos precios. Por otra parte, la OCDE estima que la pérdida de producción será significativamente mayor en Japón (donde una subida del precio en 10 dólares puede perjudicar la producción en un 0,4 por 100) que en Europa o en Estados Unidos. Esto es mala suerte, dado que la economía de Japón es en la actualidad la más débil de todas.

Muchas economías emergentes –las que no son exportadoras de crudo– sufrirán todavía más. Éstas consumen más energía. Como grupo, usan cuatro veces más energía por unidad de PIB que las economías ricas. En 1973, las economías emergentes consumieron en 29 por 100 de la producción mundial de petróleo. Hoy, esa cifra es el 43 por 100. Si los precios del petróleo siguen a alrededor de 30 dólares, esto supondría una factura del petróleo por el equivalente de más del 3 por 100 del PIB, cuando en los países ricos sería sólo del 1 por 100.

Incluso teniendo en cuenta todo lo dicho, el mensaje general del análisis de la OCDE es este: "No hay razón para el pánico". Unos precios más altos no reducirán apreciablemente el crecimiento en los países ricos, estimado en el 3 por ciento este año. Y no hay peligro inmediato de recesión.

Los economistas, sin embargo, han subestimado el impacto en el crecimiento de las pasadas subidas del precio del petróleo. En realidad, no hay motivo de alarma, si bien todas las precauciones son pocas.

El impacto de los precios del petróleo

(*Financial Times* de 15 de febrero. Editorial)

El precio del crudo es ahora justo un poco menos de 28 dólares el barril, lo que representa una subida de 10 dólares respecto a finales de 1998. He ahí en buena parte la causa responsable de la subida de la inflación en los países de la OCDE a lo largo del año pasado. El

efecto continuará durante el presente año, incluso si el precio del petróleo se estabiliza.

La inflación, en los países de la OCDE, se sitúa en un 2 por ciento anual. Un año atrás, la tasa era del 1,1 por ciento. La inflación subyacente, excluyendo el efecto del petróleo, es del 1,1 por ciento, la misma tasa, pues, que el año pasado.

Dos son las razones del aumento. La demanda ha subido, en la medida en que la economía mundial se ha recuperado de la crisis financiera de 1997. Y la Organización de Países Exportadores de Petróleo, junto a México, ha conseguido mantener los cupos de producción fijados.

La demanda ha superado a la oferta. Según la International Energy Agency, a últimos de diciembre los *stocks* de petróleo registraron el nivel más bajo de la década. Ese desequilibrio de oferta y demanda hace más probable que se produzcan altos y bajos más pronunciados.

Sin embargo, ese descenso de los *stocks* también refleja el hecho de que los refinadores han reducido su actividad. Los márgenes de beneficios son muy bajos, y los refinadores no esperan que el precio del crudo siga aumentando. Estas expectativas son aceptadas por casi todo el mundo, pero las estimaciones de un precio medio para el año de alrededor de 25 dólares son generales.

La elevación del precio del crudo opera como un impuesto sobre la importación de petróleo, que es establecido por los exportadores de crudo. Los importadores experimentan un impacto en su renta, a medida que la factura del petróleo sube. Esto conduce a una producción menor y a un incremento de la inflación. La OCDE estima que un 10 por ciento de aumento en los precios del petróleo conduce, en Estados Unidos, a un 0,4 por ciento de incremento de la inflación en el primer año y a un 0,6 por ciento de aumento dos años más tarde. En la Unión Europea, el efecto es mayor: de 0,6 por ciento el primer año, y de 1,1 por ciento dos años después.

El primer efecto es el efecto directo de unos precios del petróleo superiores. El segundo efecto es causado sobre todo por las demandas de mayores salarios.

Hay muchas razones que explican que las subidas de los precios son menos importantes, hoy, que subidas similares, en términos porcentuales, en 1990 y 1979, y, en una proporción mucho mayor, en 1973. Desde entonces, la proporción de renta gastada en crudo en los países de la OCDE ha ido reduciéndose. Por otra parte, los precios del petróleo se han ido recuperando a partir de unos niveles excepcionalmente bajos. Ajustados según la inflación, son mucho menores que en los tiempos de precios máximos de los años 1970. Y la subida llega en un momento en que la inflación, en general, es mucho menor que durante crisis del petróleo anteriores.

Pero aún así, precios del petróleo muy bajos en años todavía recientes han constituido un factor que ha

contribuido a que la inflación haya sido baja. Los bancos centrales deben vigilar atentamente para asegurar que el cuadro no se invierta.

Los precios del crudo todavía son importantes en la "nueva economía"

(Joseph Kahn, en *The New York Times - Herlad Tribune* de 22 de febrero)

Durante el pasado año, incluso con unos precios del petróleo triplicándose hasta alcanzar los 30 dólares el barril frente a un récord mínimo de 10 dólares, los economistas y una gran parte de la industria del petróleo se pusieron de acuerdo sobre la misma cuestión: los precios del petróleo ya no son muy importantes, por lo menos para la economía norteamericana.

La tecnología, que depende mucho menos de la energía que la manufactura, impulsa ahora el crecimiento económico. La Organización de Países Exportadores de Petróleo, el un día temible cartel de los países exportadores de petróleo, había perdido fuerza. Y el petróleo, el viejo rey de las materias básicas, parecía no tener ya más poder para impulsar la economía norteamericana en la era de Internet que el cobre o el aluminio.

Tal forma de pensar fue, y en cierta medida permanece, la opinión general. Pero pasaron sólo unas semanas, durante las cuales el galón de petróleo para calefacción se situó a 32 dólares (53 centavos el litro), a 20 dólares los recargos del billete de avión y a 60 dólares el billete, y fueron necesarios 60 para repostar el vehículo deportivo, para que la gente se preguntara si el petróleo es realmente tan irrelevante.

La subida del precio del crudo ha encendido un debate sobre si la economía USA es tan inmune a una materia prima como muchos han llegado a pensar y, si ello no es así, sobre si el petróleo podría suponer una amenaza a la expansión récord de la economía. La subida también ha hecho que Washington se inquietara sobre las intenciones de los países productores de petróleo, cuando el crudo llegó a los 30 dólares.

La Administración del presidente Bill Clinton, bajo la presión del Congreso y la ira de los consumidores del noreste del país, ha enviado al Secretario de Energía a mantener negociaciones estratégicas con los ministros de los países del oriente medio para lanzar más crudo al mercado. La Administración está también debatiendo si intervenir, y cómo, en el mercado y forzar el descenso de los precios, tal vez permitiendo que las compañías petrolíferas pidan créditos a la Strategic Petroleum Reserve, un suministro generalmente destinado a ser utilizado en tiempos de guerra.

El aumento del precio del petróleo ha sido también registrado en el Federal Reserve Board. Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, expresó su preocupación la pasada semana por los bajos *stocks* de petróleo y las substanciales consecuencias negativas del alto precio del petróleo. La inflación esencial ("core") permanece notablemente sometida, siendo el

pasado mes de sólo 1,9 por ciento. Cuando los precios del crudo son *factored in*, no obstante, la inflación se expandió a la tasa del 2,7 por ciento, lo que significa que sólo los costes del petróleo hicieron subir la inflación un 0,8 por ciento más de lo que hubiera sido su nivel en otro caso.

Con la Reserva Federal ya nerviosa por el débil *stock* y una escasez de trabajadores, parece probable que unos precios del petróleo más elevados refuercen la tendencia hacia subidas de los tipos de interés para enfriar la economía.

"En el sentido macro, los precios del crudo no constituyen un peligro para la economía de la manera que antes lo fueron", dijo el Secretario de Energía, Bill Richardson, quien está ahora visitando seis países productores de petróleo. "Pero no podemos ignorar el potencial que puede tener el petróleo en la inflación. Lo que hace la OPEC es importante".

El petróleo reapareció como una amenaza económica y política principalmente debido a los acontecimientos en el extranjero. Algunos de los factores que hicieron bajar el crudo a niveles récord a finales de 1998 han tenido los efectos inversos en meses recientes. El principal factor es el Asia faltada de petróleo. La grave recesión en las economías asiáticas que empezó en 1997 anticipó un colapso de los precios del petróleo. Su rápida recuperación recientemente ha creado una fuerte demanda y ha contribuido mucho a la elevación de los precios.

Al mismo tiempo, los países productores de petróleo, con su solidaridad hecha trizas no más lejos de 1997, han iniciado un período de estratégica armonía que no se veía desde el embargo del petróleo árabe de 1973, aunque hay señales de que algunos grandes productores, tales como Méjico, querrían ver unos precios más bajos. Como en los años 1970, expertos de ahora descifran todas las declaraciones públicas hechas por los ministros de todo el mundo buscando insinuaciones de que más petróleo va a emerger pronto.

Economistas y observadores de la OCDE están divididos acerca de la persistencia, o no, del problema. Muchos creen que los precios han alcanzado un máximo, y que los ministros de energía están mandando ya señales de que intentan por lo menos algún aumento de la producción. Si esto resulta ser cierto, los altos precios de ahora serán vistos como un accidente temporal. La opinión general sobre el petróleo será en este caso más cierta que nunca.

Pero existe también una opinión mucho menos optimista. Según ésta, la oferta de petróleo será limitada durante por lo menos dos años, hasta que los países productores que no pertenecen a la OPEC respondan abriendo fuentes de nuevo crudo. Esto alimentaría la inflación. Los precios se mantendrían a los niveles presentes o incluso podrían subir. En el peor de los casos, los altos tipos de interés podrían conducir a la economía de Estados Unidos a una recesión.

En esa situación, el petróleo, después de haber ayudado a superar las crisis de principios de los 1970s,

1980s y 1990s, sería otra vez la *bête noire* de la economía norteamericana.

Lo que resulte dependerá en parte de una serie de reuniones entre los productores de crudo que empezarán este mes y terminarán con el encuentro semianual de la sesión estratégica de Viena, el 27 de marzo. Llegado ese momento, dicen los altos cargos de Clinton, estará claro si los productores de crudo están dispuestos a sacrificar las ganancias inesperadas del petróleo con el fin de mantener el crecimiento económico en Estados Unidos y en el Este asiático, las poderosas economías que importan la mayor parte del petróleo que aquéllos exportan.

Los ministros del petróleo de Arabia Saudí y Méjico han dicho por su parte que consideran más apropiado un precio de 20–25 dólares que el de 30 dólares el barril. Pero los expertos de la Administración desearían saber los detalles de cómo llegar ahí. “Lo que intentamos es alcanzar compromisos que hagan posible incrementar la producción”.

Richardson visitó Méjico el sábado, entrevistándose con Luis Téllez, el ministro de Energía. Ahora ha de visitar a los ministros de Arabia Saudí, Kuwait y Noruega.

Aunque los expertos norteamericanos parecen optimistas de que las reuniones de marzo conducirán por lo menos a algún incremento de la producción, la cuestión es *cuánto*. Con los *stocks* de crudo a niveles mínimos en relación a la demanda, la International Energy Agency estima que la OPEC necesitaría incrementar la producción alrededor del 10 por ciento sólo para mantener la relación con la demanda mundial.

La cuestión más importante es cuánto tiempo permanecerán unidos los países productores de crudo. Durante años, la OPEC parecía más un bazar que un cartel. Pero Arabia Saudí, el peso pesado de los productores, consiguió una reconciliación durante la crisis asiática de 1998, después de que los precios hubieran colapsado.

El hecho más significativo fue la mejora de las relaciones con Irán. Atrajeron a Méjico y a Venezuela, y a los antiguamente desafiantes saudís, y aceptaron la reducción de su propia producción.

“Éste es el mayor acuerdo entre productores de crudo que se ha conseguido en muchos años”, dijo Luis Gusti, el antiguo presidente de Petróleos de Venezuela, S.A., la compañía nacional. “Creo que estamos ante una oportunidad de mantenernos unidos, aunque uno no puede excluir siempre las filtraciones”.

Las debilidades persistentes en la economía francesa

(Pierre-Antoine Delhommais, en *Le Monde* de 17 de marzo)

Según algunos, la economía francesa se habría convertido en una referencia para los otros países industrializados, un modelo de eficacia y de prosperi-

dad. Deslizándose con brío sobre las olas de las nuevas tecnologías, estimulada por la buena gestión y la combatividad de sus empresas, guiada por una política gubernamental pragmática, equilibrada e ilustrada, dicha economía obtendría resultados dignos de suscitar, en el mundo entero, admiración y respeto. ¿Cómo no envidiar este país al que se ha prometido rápidamente el pleno empleo y el equilibrio presupuestario, en el que el crecimiento es tan fuerte que el debate sólo se refiere al mejor medio de repartir los frutos, en el que el dinero se mueve profusamente y en el que la única cuestión es saber cómo distribuirlo mejor?

Una comparación internacional debería, en cualquier caso, incitar a menos gallitos y conducir a los promotores del ejemplo económico francés a dar muestras de mayor modestia. Éste es el caso si se contempla a Estados Unidos: después de ocho años de expansión récord, la economía norteamericana ha mostrado todavía en el último trimestre de 1999 un ritmo de crecimiento cerca de dos veces superior al de Francia (6,9 por 100 frente a 3,6 por 100); su nivel de paro se limita al 4 por ciento de la población activa, su superávit presupuestario excede el billón de francos (152,45 miles de millones de euros). Pero también es verdad en relación con nuestros vecinos europeos, con unas estructuras industriales, unas prácticas culturales y unas preocupaciones sociales más próximas a las nuestras.

La economía francesa no se sitúa en el pelotón de cabeza de la Unión Europea más que en dos campos: el del saldo de la balanza corriente y el de la inflación (+16 por 100 en un año, lo que la sitúa detrás de Austria, Gran Bretaña, Suecia y Holanda).

Hay todavía expertos que se interrogan sobre el criterio de *buena salud* que subyace en esas dos estadísticas, cuando se sabe que el campeón mundial en este capítulo es Japón, en vías de una grave e interminable crisis económica.

Respecto a todos los otros grandes indicadores económicos –si se exceptúa el de las cotizaciones obligatorias (47,7 por 100 del PIB), en el que Francia vence sin dificultad a todos los otros países– la economía francesa se sitúa, en el mejor de los casos, en la media, y más frecuentemente, en la cola de la clasificación europea. Con un crecimiento del 2,7 por ciento en 1999, Francia ha conseguido superar a sus principales rivales, Italia y Alemania (1,4 por 100 y 1,5 por 100, respectivamente). Pero este resultado, aparentemente muy honorable, no la sitúa, a pesar de todo, más que en el puesto séptimo, entre 11, en la zona euro, lejos de Holanda (3,4 por 100), España (3,7 por 100) o Irlanda (cerca del 9 por 100). Peor aún. Según las últimas cifras del PIB suministradas por Eurostat, Francia no es ya la cuarta potencia económica mundial, sino la quinta: en parte por el efecto de la apreciación de la libra frente al euro, Francia tiene delante al Reino Unido (1.346,5 miles de millones de euros, frente a 1.348,2 en 1999... ¡Lionel Jospin detrás de Tony Blair!).

En el frente del empleo, con su tasa de paro del 10,5 por 100 –cuando Holanda ofrece un 2,7 por 100 e Inglaterra (sic)(1) el 4 por 100, Francia no se clasifica más que en el puesto número 12, entre 15, en el interior

de la Unión. Éste es también el lugar que ocupa en materia de déficit público. Con un saldo negativo de 1,8 por 100 del PIB en 1999, Francia es un cangrejo en la materia: resulta que sólo Italia, Portugal y Austria ocupan un lugar más atrasado (1,9 por 100, 2 por 100 y 2 por 100, respectivamente). Al mismo tiempo, siete países de la Unión han conseguido excedentes presupuestarios. El peor resultado de Francia en materia de déficit público no ha pasado desapercibido en Bruselas. El lunes 13 de marzo, en un aviso que recogía las conclusiones de la Comisión, los ministros de Finanzas europeos recomendaron a París reducir más rápidamente el déficit público si el crecimiento se acelera. "Si el margen de maniobra presupuestaria fuera más importante debido a la aceleración del crecimiento o por otras razones, convendría aprovechar la ocasión para reducir el déficit más rápidamente", se dijo. "Esto permitiría alcanzar el equilibrio de las finanzas públicas en 2003".

La irritación es todavía más perceptible en el Banco Central Europeo, donde es difícil comprender que un debate sobre la "cagnotte" haya podido surgir en su país que conoce un agujero presupuestario de más de 150 m.m. de francos. Y donde se preferiría que París eligiera reducir el gasto antes que los impuestos. En un mensaje dirigido al conjunto de los países de la zona, pero que, de forma apenas velada, se dirigía a Francia, aquel ha preferido dar cuenta de su desaprobación. "Los gobiernos deberían explicar mejor que todo exceso de crecimiento en relación con lo que estaba previsto debe ser reservado para acelerar la reducción de la deuda pública". Esto es lo que dice el informe mensual de febrero, que reprocha a Francia el haberse contentado con beneficiarse, en 1999, "del crecimiento relativamente fuerte de sus ingresos y del aligeramiento de la carga" de sus deudas, gracias a los bajos tipos de interés. "Cierta número de países no han conseguido aún una posición presupuestaria sana cercana al equilibrio o excedente, como lo exige el pacto de estabilidad y de crecimiento", que fue suscrito por los 11 países de la zona, dice también, deplorándolo, el BCE.

Las lamentaciones del BCE a propósito del déficit presupuestario francés se explican mejor cuando se sabe que París, en esta materia, ha servido de referencia europea. El gobernador del Banco de Francia, Jean-Claude Trichet, gusta recordar cómo al terminar los años 1970, la Alemania de Helmut Schmidt se aconsejaba en el seno del gobierno francés para sanear sus propias finanzas. Trichet gusta también subrayar que el criterio del déficit del 3 por ciento fijado por el tratado de Maastricht es un invento francés y que fue impuesto por el presidente socialista de la República, François Mitterrand. Es esa vieja virtud la que permite hoy a Francia –a pesar de sus desvaríos recientes– poseer un stock de deuda pública (58,6 por 100 del PIB) relativamente modesto en relación con la mayor parte de sus consocios.

Los directivos del BCE tienen también el sentimiento que después de la salida de Dominique Strauss-Kahn, que había hecho de la pareja Clinton-Greenspan su modelo de equilibrio económico –una política presupuestaria rigurosa, una política monetaria flexible–, la voluntad de París de sanear sus fi-

nanzas públicas se ha debilitado peligrosamente. La ortodoxia presupuestaria y el liberalismo del banco central sufren ante la falta de prisa y de ardor de París por disminuir sus déficit, por reembolsar su deuda, por contraer sus gastos, por reducir –como lo ha hecho Alemania– el número de sus funcionarios.

Pero su irritación no es sólo de origen ideológico. También se explica por un cálculo financiero. Las autoridades monetarias europeas estiman que la mala voluntad de Francia es en parte responsable del nivel relativamente elevado de los tipos de interés a largo plazo de los países de la zona euro. El BCE está vejado y furioso por el hecho de que el Reino Unido, gracias a sus superávit presupuestarios, posee unos rendimientos inferiores a los que están en vigor en Eurolandia. Más allá de las limitaciones financieras para todos los Estados miembros de la Unión Monetaria, la herida es más de amor propio. Sin duda sería ésta menos viva si París mostrara hoy menos satisfacción, si Francia no tuviera la pretensión de haberse convertido en la locomotora del crecimiento europeo al mismo tiempo que un modelo de virtud y de modernidad económicas que los otros países de la Unión estarían deseosos de imitar.

NOTA

(1) (sic): nota del traductor.

FMI: Lecciones del fracaso de la sucesión de Camdessus

No existen palabras para criticar la manera cómo se está desarrollando, estos últimos días, el proceso para designar al sucesor del director ejecutivo del Fondo Monetario Internacional.

El primer culpable es el canciller Gerhard Schröder, de Alemania, quien propuso a un candidato inadecuado para ocupar el puesto que dejaba vacante M. Camdessus, y que a continuación se negó absolutamente a considerar las pruebas que mostraban que su candidato era inaceptable. En vez de rectificar y de buscar una alternativa, Schröder, en efecto, eligió hacer un gran asunto de esta cuestión, tratando de corregir la opinión de aquellos que se habían mostrado reacios a aceptar al candidato del canciller germano.

Dicho esfuerzo ha resultado inútil, afortunadamente, gracias sobre todo a Washington, el único entre los aliados a Alemania que tuvo el valor de vetar la candidatura de Caio Koch-Weser, el subsecretario de Hacienda alemán.

Aunque Schröder y otros altos cargos alemanes parece que tengan dificultades para entenderlo, la objeción de Estados Unidos a Koch-Weser es simplemente que éste no reúne las condiciones de mando que se necesitan para el cargo. Es una objeción compartida por otros muchos países.

Schröder, sin embargo, trató la crítica de Wa-

shington a Koch–Weser como un demérito para Alemania y como una gran amenaza para las relaciones transatlánticas. Algunas declaraciones nada positivas fueron hechas por Michael Steiner, el asesor de seguridad de Schroöder, en una entrevista con *The Washington Post*.

Steiner acusó a Estados Unidos de atentar contra los intereses alemanes. A su juicio, el asunto no era "un asunto personal", sino que podía verse la intención de otorgar a Estados Unidos todo el control sobre el FMI.

Esto no tiene sentido alguno. Washington ha sido muy claro cuando ha dicho que estaría muy satisfecho de ver a un alemán en el timón del FMI. Ocurría, sin embargo, que no aceptaba a Koch–Weser. Aceptar que sea un alemán el elegido no significa que sea cualquier alemán que Alemania proponga, sin atender a la estabilidad del puesto.

Es en este punto en el que parte de la culpa debe atribuirse a los grandes aliados de Alemania, incluidos Francia y Gran Bretaña, quienes compartieron las reservas norteamericanas sobre Koch–Weser.

En la fase siguiente, Londres y París se unieron a otros gobiernos de la Unión Europea en el apoyo a Koch–Weser, con lo que pudo pensarse que todo ello equivalía a considerarlo como el candidato de la Unión Europea.

Lo que hicieron, en efecto, los gobiernos de la Unión Europea fue considerar que su solidaridad europea era más importante en sí misma que el objetivo político en favor del cual tal solidaridad debía desplegarse. Ésta es una mala manera de adoptar decisiones, y constituye un mal precedente para otras ocasiones, en que la UE puede pretender hablar con una sola voz, como cada día más pretende hacer.

Si una política es errónea, no mejora haciéndola el objeto de una posición común, y esto es así sea el que sea el campo de que se trate.

Hay varias lecciones que aprender de este lamentable episodio. La primera, muy clara, es que si los aliados de Alemania quieren puntualizar algo a su consocio el gobierno de Schroöder, las insinuaciones no serán suficientes. El mensaje debe ser claro y completo.

Segundo, los gobiernos europeos deberían preocuparse de si las políticas son acertadas o equivocadas, más que juzgarlas por la simple señal de la solidaridad europea. El resto del mundo no se impresiona por la solidaridad europea en una causa de mediado calibre, como otros países mostraron tomando la decisión, sin precedente, de presentar candidatos rivales que contendieran con Koch–Weser.

El resultado de la intransigencia alemana será, probablemente, que Europa pierda, en el futuro, su privilegio acostumbrado de designar al director ejecutivo del FMI. Al presentar a un candidato tan débil, Alemania ha desacreditado la idea de que cualquier país o región tiene un derecho automático a un puesto determinado.

De todo esto puede derivarse algo positivo. Los lí-

deres de las principales instituciones deberían ser designados por sus méritos, independientemente de sus países de origen.

No debería ser imposible diseñar un proceso de selección relativamente neutral y transparente, que asegurara que se designa a los candidatos más cualificados. Todos los grandes gobiernos del mundo deben compartir parte de la culpa por no haber sabido encontrar ya con anterioridad un sistema como el descrito.

FMI: Que el acierto presida la designación del Director General

(Prof. Paul Krugman, en *The New York Times – Herald Tribune* de 2 de marzo)

Nada en los reglamentos del Fondo Monetario Internacional dice que su director ejecutivo haya de ser europeo. Pero aún así, existe una larga tradición al respecto, parte de un pacto de caballeros (*gentleman's agreement*) que da a un norteamericano la considerablemente menos importante dirección del Banco Mundial.

Pero el lunes, cuando los ministros de Hacienda de la Unión Europea aceptaron formalmente a Caio Koch–Weser, un alemán nacido en Brasil que ha pasado la mayor parte de su carrera en el Banco Mundial, Estados Unidos rechazó esa designación rápida y rotundamente.

Para apreciar porqué los norteamericanos decidieron ser tan poco acogedores se tiene que entender que el director del FMI es uno de los principales altos cargos económicos del mundo, de talla parecida a la del presidente de la Reserva Federal o del Secretario del Tesoro de Estados Unidos. El director ejecutivo del Fondo no sólo necesita ser inteligente y experimentado sino que también necesita ser un diplomático enérgico. No es un puesto para un funcionario ordinario.

Desgraciadamente, gente que está en condiciones de conocerle considera a Koch–Weser como eso, un burócrata ordinario. Se trata de una persona –según todas las referencias– inteligente y afable. Pero ha pasado su carrera en la institución que menos le convenía: el Banco Mundial no es un lugar para adquirir experiencia en combates financieros.

Y lo que es más importante: personas que conocen la institución describen a Koch–Weser como alguien que vive tranquilamente, como alguien que nunca expresó grandes ideas propias, que siempre parecía decir lo que sus superiores deseaban oír. Ésta no es exactamente la clase de hombre que uno desea ver en la silla caliente cuando estalle la próxima crisis.

Así, pues, ¿por qué los europeos seleccionaron un candidato tan débil? Ahí es donde la historieta se hace divertida. Es decir, es divertida, pero también horrible.

El problema empieza con los franceses. Francia ha sido desde mucho tiempo atrás un ardiente abogado de la idea de Europa, de una Europa dirigida por fran-

ceses. Y París no ha tenido complicaciones en su determinación para situar a sus nacionales en todos los puestos, desde el FMI hasta el BCE.

Pero en un momento dado, el país más grande del mundo iba a pedir su turno. Dado que un francés ha presidido el FMI durante los 22 pasados años (y 32 de los últimos 37 años), los alemanes pensaron que había llegado su hora y que era el momento de sacar provecho de la situación. El problema fue que no disponían de una persona cualificada.

Es una cuestión de antecedentes. Alemania no tiene un funcionariado de primer orden como es el caso de Francia o de Gran Bretaña. Tampoco tiene el tipo de entesijos en el que se forman los hombres de empresa, o la Universidad y el Estado, que producen hombres como Robert Rubin o Larry Summers. Ninguna de las personas con las que he hablado ha podido citarme un solo nombre de un alemán en quien se viera un posible candidato al puesto que se trata de cubrir. Incluso los británicos y los franceses mostraron claramente su desilusión al no apoyar expresamente al candidato alemán Koch-Weser hasta después de tres meses de ser presentado por Alemania.

La semana pasada, una coalición de países en desarrollo forzó la cuestión proponiendo a Stanley Fisher, el subdirector del Fondo (Fisher fue un antiguo maestro y colega mío, quien tiene todas las cualificaciones salvo una. Eminentemente economista, Fisher es también un excelente político (*policy maker*) que ha sido valorado justamente por este motivo, así como por su discreción, tacto y habilidad para mantenerse frío bajo el fuego. Aunque nacido en lo que es ahora Zambia, Fisher es hoy un norteamericano naturalizado.

Esto, por lo que parece, no preocupa a los africanos, iberoamericanos y países del oriente medio que han lanzado su candidatura. Pero los europeos quieren a un europeo, aunque la mayoría de ellos no desea a Koch-Weser. (Todo el mundo sospecha que Gran Bretaña, y tal vez Francia, estaban dispuestos a dar su voto a un candidato insatisfactorio sólo porque contaban que la Administración norteamericana, la cual tiene, en cualquier caso, dificultades defendiendo al FMI frente a un Congreso hostil, le vetaría).

Ahora bien, la verdad es que hay muchos europeos cualificados. Hay ciudadanos de Gran Bretaña, Italia, Suecia y Polonia que podrían desempeñar la labor. Pero uno se pregunta: ¿Es demasiado tarde para que Fisher obtuviera el pasaporte alemán?

FMI: La Europa indecisa

(*Le Monde* de 1 de marzo. Editorial)

Europa, ¿puede arriesgarse a perder el último puesto internacional que ella detiene por tradición, para evitar la cólera alemana y la perspectiva de una crisis diplomática entre los Quince? La cuestión ha quedado resuelta el lunes, 28 de febrero, por los ministros de Hacienda. Al no haberse atrevido a oponerse al canciller alemán, Gerhard Schroeder, que amenazaba

con utilizar su veto contra cualquier otro candidato, los ministros se resignaron a cerrar filas detrás del Secretario alemán de Finanzas, Caio Koch-Weser, cuyas posibilidades de éxito para ocupar el puesto de director general del FMI son prácticamente nulas. A pesar de sus 25 años pasados en el Banco Mundial y su doble nacionalidad –alemana y brasileña– el candidato no consiguió ganar los apoyos internacionales, ni del lado de los países en desarrollo ni del lado norteamericano.

Desde el anuncio de la dimisión de Michel Camdessus, a principios de noviembre de 1999, Alemania reivindicó el derecho a ese puesto prestigioso, haciendo del éxito de Caio Koch-Weser una cuestión de honor nacional. Esto ha dificultado la presentación de otras candidaturas europeas, y Alemania no quiso oír las advertencias lanzadas por sus consocios. Francia, que ocupó el puesto durante un periodo acumulado de 32 años, y que no proyectaba a priori postular, era la mejor situada para hacerse oír y para hacer entrar en razón a Gerhard Schroeder, pero la revelación, por *Le Monde*, que el presidente de la Asamblea Nacional, Laurent Fabius, se interrogaba sobre sus posibilidades, y los trabajos de aproximación efectuados por el primer ministro y el presidente de la República, a principios de enero, cerca de sus consocios de G7 y de ciertos países en desarrollo, han debilitado su credibilidad. Ningún otro país se ha atrevido a coger el relevo y a ponerse al frente de la operación. Obligados en cierto modo por la tozudez alemana, los europeos no tuvieron más que un objetivo: desplazar el asunto de Bruselas a Washington, es decir, dejar el tema a los 24 miembros del consejo de administración del FMI, con la misión de recusarle. Una solución patética en la que se ve a una Europa impotente de llevar el mismo paso, pasando la cuestión a los norteamericanos. Es, pues, Bill Clinton quien se ha encargado de la tarea, previniendo él mismo por teléfono al canciller alemán que los norteamericanos no votarán y no harán votar a favor de Koch-Weser.

El incidente diplomático entre los alemanes y sus consocios debió evitarse. Ahora debe encontrarse una salida. Desde hace varios días, el japonés Eisuke Sakakibara y el norteamericano Stanley Fisher son oficialmente candidatos, poniendo fin a la regla de que el cargo ha de ser ocupado por un europeo, y que el Banco Mundial ha de ser dirigido por un norteamericano. El principio no está puesto en duda, por el momento. "Nuestro objetivo es continuar trabajando con Europa para encontrar un candidato europeo fuerte, que recoja un amplio sostén, incluidos los países en desarrollo, entre los que figuran los países emergentes", declaran en la Casa Blanca. Pero aún está por ver que los europeos sean capaces de asumir sus responsabilidades haciendo emerger entre ellos el hombre providencial.

Greenspan heterodoxo ("unorthodox")

(*New York Times* – *Herald Tribune* de 7 de marzo. Editorial)

El presidente Alan Greenspan ha ganado un prestigio general por su cautelosa dirección del Sistema de

la Reserva Federal. Pero en una reciente aparición ante el Congreso, Greenspan desveló algunas ideas heterodoxas.

Greenspan sugirió que una fuerte subida del crecimiento de la productividad, algo que los economistas acostumbran a contemplar como una bendición, tiene un aspecto negativo, como es el aumento de la inflación. También señaló que la Reserva Federal puede verse obligada a subir los tipos de interés una vez más para contener el aumento de los precios, de modo que no suban demasiado deprisa.

Algunos de los ardientes admiradores de Greenspan, en especial en Capitol Hill, no pudieron contener la sorpresa. Sus temores sobre la productividad parecieron excesivos. Lo mismo ocurrió con su fijación con los precios de las acciones.

Los economistas han creído en general que el impacto de la bolsa en la economía era pequeño, pero Greenspan estima que es al revés.

Greenspan empieza con el hecho de que la productividad (producción por trabajador) ha estado subiendo rápidamente en los años recientes. Esto significa que hay más bienes. Ello equivale a decir hay más bienes y servicios que la gente puede comprar, una situación que, según se piensa ordinariamente, debe rebajar la presión sobre los precios. Pero Greenspan piensa que la alta productividad puede hacer subir también los precios al crear una expectativa entre los inversores de aumento de los beneficios de las empresas. Unas mayores ganancias empresariales hacen subir los precios de la bolsa, enriqueciendo a los consumidores que poseen acciones, induciéndoles a gastar más. Esto lleva a una subida de la inflación.

Éste es sin duda un nuevo argumento. Pero no habrá muchos economistas que lo hagan suyo. La simple razón es que no hay pruebas para soportar la proposición según la cual la productividad hace más para elevar los precios que para reducirlos.

Mientras tanto, las observaciones de Greenspan sugirieron a algunos expertos que la Reserva Federal puede necesitar los tipos de interés para prevenir que los precios de las acciones suban más deprisa que la renta familiar, posiblemente dando lugar a una expansión del consumo. En este caso, parece que Greenspan ha otorgado un peso excesivo a una causa de presión inflacionista y, por cierto, una no especialmente importante. Greenspan no necesita estos nuevos argumentos. La economía norteamericana subió un 7 por ciento anual hacia el final del año pasado, una tasa que la mayoría de los economistas considera insostenible. Sólo por esta razón, el presidente Greenspan podría justificar una elevación de los tipos para desacelerar la economía.

El sueño español de Internet

(Frankfurter Allgemeine Zeitung del 23 de febrero)

Después de diez meses de paralización la bolsa

madrileña se ha puesto en movimiento desde el pasado Noviembre, y son pocos los indicios de que el alza toque a su fin. Los datos de las empresas, referidos a 1999, dados a conocer hasta ahora, así como las perspectivas, satisfacen casi siempre las expectativas, el crecimiento de la economía española de últimamente el 3,7 por ciento continúa estando por encima del promedio europeo y sigue adelante la recuperación de la coyuntura en mercados de destino de la exportación como Francia y Alemania.

Además, es de una importancia de primer orden la paulatina superación de la crisis en Latinoamérica. Como, sobre todo las grandes empresas españolas, habían invertido fuertemente la pasada década en esta región, las recaídas económicas en países como Brasil, Argentina y Chile han repercutido de forma particularmente negativa en los cambios en Madrid. Con ello, España ha registrado uno de los procesos más delicados de todos los centros bursátiles importantes. Pero desde ese momento el panorama se ha invertido. El índice Ibex 35, que engloba a los 35 valores más importantes de la bolsa de Madrid, estaba en Octubre todavía en casi 9.750 puntos y, mientras tanto, cotiza a 1.230 puntos.

Los expertos atribuyen el alza a dos factores. Por un lado, está el efecto Latinoamérica que ha gravado durante largo tiempo la bolsa madrileña. La recuperación económica que tiene lugar allí equivaldría, según un analista, a soltar el freno de mano en un automóvil con la marcha colocada y un motor potente. Por otro lado, Madrid, como otros mercados, también se ha beneficiado del fuerte crecimiento de las cotizaciones de los valores orientados por Internet y por las telecomunicaciones. Así, el peso pesado español que es Telefónica, el antiguo grupo estatal del sector, ha duplicado desde Octubre su cotización, pasando a unos 29 euros. Esto tiene que ver con la propensión generalizada de los inversores hacia valores del campo de la telecomunicación y la vuelta de los inversores internacionales hacia el mercado español de acciones. A ello hay que añadir la evolución inesperadamente exitosa en la bolsa de la filial de Internet, Terra Networks, cuyas acciones se cotizaban en Noviembre a 13 euros y que ahora cuestan 130. Con una valoración bursátil de unos 38.000 millones de euros Terra se ha convertido en el principal valor europeo de Internet. España, país hasta ahora poco conocido en cuanto a su inclinación hacia la alta tecnología, ofrece mientras tanto incluso varios títulos de este tipo. Así, junto a Terra, se han incluido también en el Ibex 35 el sistema de reservas de viajes Amadeus y Páginas Amarillas, también del ámbito de Telefónica (gráfico 1).

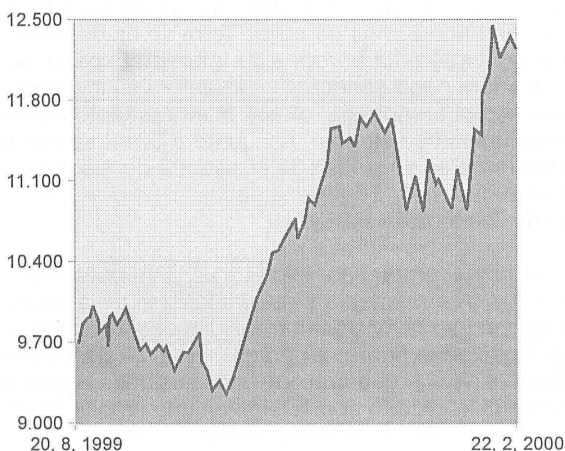
Algunas empresas españolas pertenecientes a otros campos intentan ahora beneficiarse de la tendencia general en favor de Internet y las telecomunicaciones. Entre ellas figura, en primer lugar, el gran Banco Bilbao Vizcaya Argentaria que hace sus buenas dos semanas ha acordado con Telefónica una amplia alianza estratégica con numerosas filiales comunes. Desde entonces la cotización del BBVA ha aumentado en más del 10 por ciento. La empresa energética Endesa se propone, de acuerdo con la americana Commerce One, dedicada a "software" crear una plataforma para el comercio entre empresas en Internet. Naturalmente

que está prevista la futura entrada en bolsa de la nueva filial con la secreta esperanza de que reciba algún impulso la cotización de la empresa energética algo abandonado en los pasados meses. Pero ya en los dos días posteriores al anuncio del comienzo del nuevo sector de actividad la cotización de Endesa aumentó en aproximadamente el 6 por ciento.

Pero la mayor parte de los restantes valores tienen claramente mayores dificultades en Madrid. Los observadores destacan que de los 120 títulos continuamente negociados de la bolsa de Madrid, desde comienzos de 1999, sólo 31 han registrado ganancias. El éxito de la "nueva economía", es decir de los títulos de alta tecnología, encubriría la perspectiva de que numerosas acciones, por ejemplo, de los campos de la construcción, del suministro de electricidad o del comercio alimentario, apenas podrían bajar a niveles todavía más bajos. Sin embargo, sólo una parte de los analistas muestra preocupación porque pudiera continuar por mucho tiempo la desvinculación de muchos títulos clásicos con respecto a la expansión de unos pocos. Desde el punto de mira de muchos observadores algo hace prever, pongamos por caso, la recuperación de los valores del sector de la construcción. De hecho, es satisfactoria su situación de pedidos, entre otras cosas debido a la existencia de algunos grandes proyectos estatales, como sucede con la construcción de la línea de ferrocarril de alta velocidad entre Madrid y Barcelona. Partiendo de una relación cotizaciones-beneficios de 11, en estos momentos es relativamente barata la entrada del consorcio de la construcción Fomento de Construcciones y Contratas (FCC).

De recuperarse los títulos clásicos se reduciría el excesivo peso representado por Telefónica. Actualmente, su participación en el Ibex 35 es de aproximadamente el 26 por ciento e, incluidas las filiales Terra y Páginas Amarillas, incluso casi el 40 por ciento. La

GRÁFICO 1
BOLSA DE MADRID
Índice Ibex-35 - 22-2, a las 16 horas



Fuente: Datastream.

preocupación de los bolsistas madrileños ante esta situación de dominio ha conducido hasta ahora a algunas consideraciones como el establecimiento de un Ibex 5, con las pocas grandes empresas de España, o la creación de un nuevo mercado según el modelo de Francfort. Mientras que ya están en marcha los preparativos para el nuevo mercado de Madrid, el Ibex 5 podría quedarse en mera ilusión, porque podría añadir poco al proceso de dominio de Telefónica. EL grupo está ocupado ya en las entradas en bolsa de sus filiales de los sectores de telefonía móvil y medios de comunicación y no es pequeña la probabilidad de que el consorcio esté representado en un plazo previsible con tres sociedades dentro del grupo de los cinco valores más sólidos.

La alianza entre el Deutsche Bank y el Dresdner Bank

Traemos a estas páginas los primeros comentarios editoriales recibidos en la prensa en lengua alemana nada más anunciarse este proceso de fusión que tanta resonancia está teniendo en los círculos económicos internacionales.

La cinta verde de la amistad.

(Edit. de Marc Beise en *Süddeutsche Zeitung*, del 8 de marzo)

El Canciller Schröder y su Ministro de Finanzas Eichel tienen que estar eufóricos. Sin su intervención cae dentro del mandato de los dos políticos del SPD una reestructuración de la economía alemana que no tiene precedentes. Atrás queda el tufo de muchos años que de inacción que se han sucedido a pesar de la globalización. Se aproxima cada vez más el final de la extravagancia nacional llamada "Alemania, S.A.", con sus inextricables interrelaciones. Después de la absorción de la empresa de telecomunicaciones Mannesmann por la competidora británica Vodafone viene ahora el segundo gran golpe de efecto en pocas semanas: el Deutsche Bank se alía con el Dresdner Bank y en el segundo plano mueve los hilos la Münchner Allianz. Y lo que ayer se supo es probablemente sólo el primer paso de otros cambios radicales.

No nos dejemos desorientar por manifestaciones de distracción, medias verdades y silencios intencionados. Se trata de una fusión entre iguales -dicen al unísono los actores en Francfort, Berlín y Munich- pero sin embargo esto no es cierto. Aun cuando el cabeza del Deutsche Bank Rolf-E. Breuer y su colega del Dresdner Bank Bernhard Walter dirigirán, de momento conjuntamente, este gigante del mundo financiero, en realidad, se trata pura y simplemente de una absorción. Al Dresdner Bank se le hace pedazos, su nombre desaparece y sólo la cinta verde de la simpatía sirve al nuevo banco de hoja de parra. Las cosas suceden como en el caso de Daimler/Chrysler en el que, después de un plazo de pudor, ahora asume sólo el poder en el consorcio automovilístico Jürgen E. Schremp, el hombre fuerte desde el comienzo.

Se dice también que la operación la ha tramado el propio Presidente del Dresdner Bank, que Breuer ha picado y que la Münchner Allianz ha prestado un discreto respaldo. También esto es algo poco creíble. Con sus múltiples participaciones el consorcio asegurador es el factor propulsor en este proceso. Hoy se explican algunas manifestaciones de las últimas semanas. EL Presidente de Allianz, Henning Schulte-Noelle, ha apoyado los planes del Gobierno Federal, desatendiendo el principio de igualdad de dejar libres de impuestos sólo las ganancias de la enajenación de las sociedades de capital.

El responsable de la Allianz insinuó, entonces de forma elocuente, que serían imaginables reformas de gran alcance y sería útil que el temor a elevados pagos de impuestos no obstaculizara la estrategia empresarial. Mientras otros especulaban todavía sobre la fusión entre el Dresdner Bank y el Hypo-Vereinsbank el hombre de Munich ya pensaba en otra cosa; la noticia de ayer es un primer paso en esta dirección. La alianza operada en el área de los grandes clientes convertirá al nuevo banco en un jugador de la misma condición que los grandes bancos de inversión internacionales. En los mercados internacionales de capitales "the Deutsche" será tomado en el futuro en serio; ése es el verdadero mensaje. Sobre esto pasan, para los participantes, a segundo término, los cambios en el mercado doméstico.

Naturalmente que en casa surge, de momento, un nuevo banco gigante que en la opinión pública despierta recelos. Transfiriendo la incómoda área de la clientela privada al "Deutsche Bank 24", en la que quiere participar el gran accionista del Dresdner Bank, Allianz, Schulte-Noelle concentra su poder. Sin embargo, quien sume los balances del Deutsche Bank, el Dresdner Bank y Allianz e imagine que surge una gigantesca potencia, no ha captado la esencia del nuevo proyecto. La fusión ahora anunciada no constituye el final de unas rumores que han durado meses, es el comienzo de unos movimientos de participaciones en gran escala.

Schulte-Noelle y Breuer han extraído enseñanzas del intento de fusión, fracasado en su día, del Deutsche Bank y el Dresdner Bank: un megabanco universal en el que todo se amontona desordenadamente provocaría una fuerte oposición. Si los actores radicados en Francfort y Munich verdaderamente creen ahora que pueden seguir alegremente interrelacionados entre sí no harían ningún favor a la política económica alemana, ni a las propias empresas. No debería facilitarse una solución así a unos mercados financieros interesados en la transparencia. Tal solución también sería políticamente arriesgada. Los destinatarios han comprendido asimismo la intención del Gobierno, igualmente simbolizada por la reforma fiscal, de limitar, en lugar de potenciar, el poder de la banca.

Así que pronto seguirá el siguiente paso: tarde o temprano el nuevo Deutsche Bank se deshará del "Bank 24", manteniendo asimismo Allianz una participación minoritaria únicamente. Pedazo a pedazo Allianz podría perder influencia directa entre las empresas alemanas. De todas formas, esta aseguradora, que va transformándose en banco, está adquiriendo un ca-

rácter cada vez más internacional. Hace todavía dos años, más del 50 por ciento de sus accionistas eran de nacionalidad alemana, hoy sólo lo son el 30 por ciento. No obstante, hay que decir que quien se encuentre empuñado en ganar el mundo se enfrentará con oportunidades y con riesgos. Allianz también podría convertirse en candidata en el caso de una absorción.

¿Y qué decir de la política? Seguirá perdiendo influencia. Entonces ya no bastará, como hacía el antiguo Canciller Kohl si así lo consideraba necesario, convocar por teléfono a los banqueros y capitanes de empresa de la República. Vistas así las cosas, Schröder y Eichel deberían moderar su entusiasmo.

El golpe de efecto.

(Edit. de Helga Einecke en *Süddeutsche Zeitung* del 8 de marzo)

En varios aspectos constituye la proyectada fusión entre el Deutsche Bank y el Dresdner Bank un gigantesco golpe de efecto. En primer lugar, surge una meg entidad bancaria sin parangón a escala internacional en lo que se refiere a tamaño y diversidad. En segundo lugar, se altera el entramado de relaciones del panorama bancario alemán. En tercer término, este enlace se ha urdido de forma muy hábil, porque su preparación no ha sido alterada por las indiscreciones. En cuarto lugar, la fusión demuestra que, también en Alemania, quedan ya atrás los tiempos de los tabúes. En Holanda, Suiza, Francia, Italia y España hace tiempo que se han unido los bancos para, agrupados, hacerse más sólidos en Eurolandia y en la competencia global.

Como todos los bancos privados en Alemania sólo abarcan una reducida cuota de mercado y las cajas de ahorro y las entidades de préstamos a las pequeñas empresas reúnen, en calidad de clientes suyos, a más de la mitad de todos los ciudadanos federales, apenas si son probables las resistencias en lo que toca a la normativa de la competencia. Tampoco es nueva la idea de que el Deutsche Bank y el Dresdner Bank podrían encajar bien uno con otro.

Los asesores de McKinsey ya hace años recomendaron esta constelación. Todavía en noviembre el Banco BHF llegó en un estudio a la conclusión de que los dos institutos de Francfort tendrían conjuntamente un mayor potencial que, por ejemplo, la muy discutida fusión entre el Dresdner Bank y el HypoVereinsbank.

Igualmente en el otoño del pasado año tuvieron lugar ya las primeras conversaciones, interrumpidas sin embargo por parte del Dresdner Bank. Por aquel entonces las cosas giraban únicamente en torno a una fusión parcial, concretamente para las operaciones con clientes privados, fusión sobre la que no se pudo llegar a ningún acuerdo. El Dresdner Bank hablaba entonces de una "excesiva carga para la propia empresa y los clientes". Temía perder su identidad por el dominio del Deutsche Bank. Éste sigue siendo el caso, pero, al parecer, no le queda otra alternativa.

Hasta donde se sabe, ambos institutos se presen-

tarán en el futuro bajo el nombre de Deutsche Bank, aunque adopten el color verde del Dresdner Bank. Todavía no ha recaído ninguna decisión por lo que respecta a un logo común. En cuanto al área de la clientela privada, no sólo es objeto de fusión, sino que con el gigante del campo del seguro y gran accionista del Dresdner Bank, Allianz, aquélla recibe un nuevo socio. También esta combinación constituye una megaconstelación, aunque se analgan los canales de venta de tres gigantes del mundo financiero. Es algo que, por lo que respecta a la legislación antimonopolio, está permitido porque se consideran por separado los bancos y las compañías aseguradoras. En otro importante terreno del negocio con la clientela privada –la venta de fondos de inversión– se introduce un reparto. Allianz recibe la perla del Deutsche Bank, el líder en el mercado que es DWS, mientras que la filial del Dresdner Bank en fondos, DIT, continúa vinculada al nuevo gigante de la banca.

Hablando en cifras, en el caso del negocio con la clientela privada de ambos bancos –sin fondos de inversión, por tanto– las cosas giran en Alemania en torno a 34.000 empleados, 2.800 sucursales y 13 millones de clientes privados. Por lo que se refiere a personal y sucursales, con la fusión está programado un rumbo de contracción, toda vez que la venta de productos bancarios puede trasladarse cada vez más hacia clientes experimentados en informática. En este campo los dos grandes bancos podrían proceder a racionalizar y a soltar lastre. A Allianz se le abre, a su vez, con una participación en el banco directo Bank 24, un canal de ventas propio y puede redondear su abanico de ventas.

Debido a la cesión de DWS a Allianz todavía no se puede determinar en qué categoría se moverá, a escala internacional, el nuevo gigante de la banca en el campo de la administración de patrimonios –campo en el que el Deutsche Bank ocupa, desde la absorción de Bankers Trust, una posición dominante. Pero con toda seguridad que ambos institutos tienen conjuntamente como objetivo ocupar en títulos valores, así como en la lucrativa administración de patrimonios, los primeros puestos de la liga mundial. En Europa pueden, por fin, participar conjuntamente con los ambiciosos competidores de los Países Bajos, Suiza o también Francia. A fin de cuentas el Deutsche Bank y el Dresdner Bank obtienen tres cuartas partes de sus beneficios antes de impuestos de estos dos capítulos, mientras que el negocio doméstico de sucursales sufre una erosión en rentabilidad.

La fusión viene facilitada por las vacilaciones del Dresdner Bank durante sus escapadas por esos mundos en plan de compras. Su responsable Bernhard Walter se fijó en el verano de 1999 tres objetivos, concretamente el saneamiento en el interior, la expansión en los países importantes de Europa, así como la adquisición de un banco de inversión americano. Estos tres puntos los resolverá de un golpe con la fusión con el Deutsche Bank, aunque seguramente de forma distinta a como se había proyectado inicialmente. En cambio, el Deutsche Bank, con su absorción de Bankers Trust y la separación del banco directo ha proporcionado en el negocio de Internet impulso y dimensión a nuevos socios.

El tamaño no es un fin en sí mismo.

(Edit. de Helmut Maier-Mannhart en *Suddeutsche Zeitung* del 8 de marzo)

Lo que casi cada semana engrosa los titulares de los periódicos es lo que los americanos llaman la “mergermania”. En alemán, esto significa obsesión, adicción al tamaño y al poder económico. ¿Puede calificarse pues de manía el que ahora Deutsche Bank y el Dresdner Bank sellen su alianza igual que ha sucedido antes en muchos otros casos y como probablemente pronto anunciarán otros dos socios?

El que caractericemos de esta manera el proceso no hace justicia al fondo de la cuestión. Y es que “mergermania” significaría, en definitiva, que algo irracional, sustraído al campo del intelecto, es el resorte de las fusiones, que los hombres atienden a sus instintos en lugar de a su mente. Sin embargo, ésta es una hipótesis difícil de mantener conociendo a las personas que actúan.

Motivos múltiples.

Más bien sucede que detrás de los matrimonios de elefantes se ocultan consideraciones muy racionales. Otra cuestión es si los éxitos esperados se convertirán un día en realidad. Pero estas fusiones –como la de AOL y Time-Warning, la de Vodafone y Mannesmann, la de Pfizer y Lambert, la de Dasa y Aerospaciale, por citar sólo algunos de las más recientes– se inician siempre con el firme convencimiento de que uno más uno no son dos, sino, por lo menos, tres.

Y es que en muchos aspectos esto es así. En efecto, una alianza constituye a menudo una pura necesidad. Cojamos el ejemplo de la gran industria. ¿Qué empresa nacional estaría por sí sola en disposición de desarrollar un avión de gran capacidad del tipo del Airbus A3XX, que comportaría un coste estimado de más de 20.000 millones de DM? Vayamos a la industria farmacéutica. La investigación y el desarrollo de nuevos fármacos se ha convertido mientras tanto en algo tan costoso que ni siquiera multinacionales como la Hoechst se atreven a acometer en solitario una empresa así. Por tanto, lo que se hace es llevar a cabo una fusión con el grupo francés Rhone-Poulenc –que tiene los mismos problemas– para constituir Aventis.

¿Qué pasa con los bancos? Quien conozca los descomunales costes que origina el proceso de datos, por ejemplo, en el campo del “asset management”, puede calcular fácilmente cuanto se puede ahorrar si dos gigantes como son el Deutsche Bank y el Dresdner Bank, aglutinan este negocio y estos costes se originan una sola vez. En la banca de inversiones rigen otros puntos de vista. En este campo, contrariamente a lo que sucede con las principales entidades americanas, hay necesidad de recuperación si lo que se quiere es jugar en primera división. De ahí que con mucho dinero el Deutsche Bank se haya hecho hace tres años con el Bankers Trust.

Existen múltiples motivos para estas megafusio-

nes. Por una parte, son los costes los que de esta forma pueden reducirse; por otro lado, lo que se trata de alcanzar es la posición en el mercado. En especial, en este último terreno, muchas son las cosas que se han puesto en movimiento con la globalización. A diferencia de los tiempos de la guerra fría, cuando el mundo estaba dividido en bloques, éste constituye hoy un inmenso y único mercado en el que las fronteras entre países sólo son trazos sobre el mapa. Tal cosa se ha conseguido tras numerosas rondas comerciales en las que se han eliminado los obstáculos a la libertad de movimientos de mercancías y servicios.

En este mundo, que para los bienes y los capitales simplemente carece de fronteras, deben posicionarse ahora las empresas. Lo hacen sobre todo a través de las fusiones, porque, por un lado, quieren obtener ventajas de las economías de escala, lo que en la mayoría de los casos significa que en las dimensiones crecientes existen ventajas en los costes. Y lo hacen, por otro lado, por la consideración de que el dominio del mercado va siempre vinculado a avances en la rentabilidad.

Reglas de juego, pero nada más.

El monopolio global que se expresa en las fusiones es para muchos un paño rojo signo de un turbocapitalismo que menosprecia al hombre. La exigencia de normas para las absorciones en Alemania como consecuencia del enconado forcejeo entre Vodafone y Mannesmann es prueba del malestar que siembra la nueva falta de claridad. Sin embargo, quien reclame mercados libres tendrá que procurar sobre todo que la competencia no se vea constreñida por las fusiones.

Puede también introducir ciertas reglas de juego –por ejemplo, el que no se puedan adquirir empresas con acciones sobrevalorizadas– pero, por lo demás, debe dejar que siga su curso el acontecer en los mercados.

La solución de Francfort.

(Edit. de Jürgen Jeske en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 8 de marzo)

Según un dicho americano, si no puedes vencer a tu competidor, alíate con él. El Deutsche Bank, el Dresdner Bank y el consorcio asegurador Allianz han saltado sobre su propia sombra y quieren crear, en una solución a tres, el mayor grupo financiero del mundo. Esto reviste una importancia que va más allá de lo económico. La concentración de poder económico, de una parte, ha de contraponerse, por otra, a una cierta desconcentración de participaciones recíprocas, a una nueva fase de disolución de la llamada Alemania, S.A. En esta constelación, que sólo es posible con la incorporación de Allianz, está también la verdadera clave de la "solución de Francfort". Con ello se desactiva la materia explosiva política y al mismo tiempo los consorcios adquieren más libertad de movimientos en la competencia internacional.

Como primer paso el Deutsche Bank y el Dresdner Bank se quieren aliar para formar un nuevo instituto, "el Deutsche Bank, el banco consultor" en calidad de una así denominada fusión entre iguales, aun cuando se una el bastante más importante número uno con el número tres. El precio es que el nombre tradicional de Dresdner Bank debe desaparecer, sólo queda el color verde, aun cuando el impulso decisivo para esta alianza haya partido del Dresdner Bank. Las operaciones en gran escala, deficitarias en ambas entidades, se agruparán en el Bank 24, prescindiéndose de la adición "Deutsche". A este gran aparato de ventas se unirá Allianz de manera decisiva a cambio de sus paquetes de acciones en ambos bancos. Las ventajas para los partícipes son evidentes: con la fusión de los grandes bancos surge por primera vez un banco alemán que realmente pueda tomar parte, en el terreno de la banca de inversiones, en la liga mundial, lo que ni siquiera el Deutsche Bank había conseguido hasta ahora. En las operaciones crediticias y de emisión internacionales, dominadas hasta ahora por los americanos, este banco también se ha situado en cabeza en el mundo. En la administración de patrimonios el instituto podría enfrentarse a los suizos –que hasta ahora han dominado– incorporándose a las sociedades de inversión más importantes del mundo. Con clientes que van desde las empresas de la gran industria hasta las empresas medianas, el nuevo banco sería la entidad financiera más potente de Europa. La capitalización de mercado del banco fusionado en la bolsa adquiere también un tamaño tal que el riesgo de intentos de absorción es menor de lo que había sido antes en el caso de los dos bancos valorados a un nivel relativamente bajo. A su vez, Allianz se hace con un importante y más amplio canal de ventas para colocación de sus productos.

La actual solución no es casual ni totalmente voluntaria. Los cambios en los mercados financieros internacionales, dramáticamente acelerados otra vez por la tecnología de Internet, obligan ya desde hace tiempo a un saneamiento en el panorama bancario alemán. En comparación con el extranjero, en el mercado alemán actúan muchos bancos. Aunque esto beneficia a la clientela, presiona sin embargo sobre la rentabilidad. Al mismo tiempo, se difuminan las diferencias hasta ahora existentes entre bancos y aseguradoras; porque también las aseguradoras administran hoy los patrimonios de terceros, y no sólo los de sus asegurados, y siguen asesorando a sus clientes cuando ya se han pagado las indemnizaciones del seguro.

Internet cambia una vez más, y además profundamente, el negocio bancario y de seguros, así como la estructura interna de las entidades financieras. Todo esto exige grandes inversiones y personal cualificado que sólo serán posibles en unidades de grandes dimensiones. Lo que significa que en la nueva alianza desaparecerán más empleos poco rentables. Los empleados que queden se verán emplazados por drásticas reorganizaciones y nuevas cualificaciones. Ello hace necesario un reiterado acto de fuerza, tanto por parte del Deutsche Bank, que todavía no ha asimilado adecuadamente la reciente absorción del Bankers Trust, como por parte del Dresdner Bank, que tiene todavía que hacer algunos "deberes". A los clientes les da igual. Se, preguntarán de qué ventajas se beneficia-

rán. También después de la fusión seguirá siendo fuerte la competencia en el mercado bancario alemán. Porque la cuota de mercado de los grandes bancos no es considerable. Además el cliente puede recurrir cada vez más a la venta electrónica directa, que es más barata. Lo único que con toda seguridad estará distante será la sucursal más próxima.

La "solución de Francfort" tendrá sin embargo importantes repercusiones en el sector. ¿Qué será del Commerzbank, el gran banco más pequeño o del Hypovereinsbank, que acaba de fusionarse? Después de esta fusión en el mundo bancario alemán nada será ya como antes. Recibirá un nuevo acento la competencia con las grandes redes de las cajas de ahorro y de los bancos de préstamos a las pequeñas empresas, que también están sujetos a una importante presión de saneamiento. Los expertos suponen que el nuevo superbanco ampliará considerablemente, con su abanico de productos, la cuota de mercado que tenía.

Más allá de todo esto la "solución de Francfort" tiene importancia para la plaza financiera europea que es esta ciudad. Esto habría sido de otra forma, de haberse producido la fusión entre el Dresdner Bank y el Münchner Hypovereinsbank, frecuentemente objeto de debate. En este caso el Estado Libre de Baviera habría hecho lo posible por que la plaza financiera de Múnich hubiera sacado provecho de ello. Con el potencial que ahora se acumula en Francfort no sólo se verá impulsada la Deutsche Börse AG, sino también la plaza financiera en la que ahora, junto al Banco Federal y al Banco Central Europeo, radica, además, la mayor entidad bancaria del mundo. Con esto se marca al mismo tiempo una señal en favor de Europa. Porque el nuevo banco constituye una respuesta europea al desafío global.

Pequeña reforma para una gran ampliación

(Edit. de Neue Zürcher Zeitung del 29/30 de enero)

La Unión Europea, empieza, con la debida antelación, a ponerse en condiciones para la ampliación, porque en el año 2003 podrían los primeros países candidatos de la Europa del Este y del Sur lograr la adhesión a la Comunidad. A mediados de febrero los ministros de asuntos exteriores de la Unión Europea inaugurarán la conferencia gubernamental de los estados miembros relativa a la llamada reforma institucional de la UE. Su convocatoria se decidió en la cumbre de Colonia y se confirmó en el encuentro de Helsinki. Al mismo tiempo, los responsables gubernamentales han elaborado, de forma más o menos precisa, la lista de posibles temas de negociación. En primer lugar, se trata de las dimensiones futuras de la Comisión Europea, en segundo término, de la ponderación de los votos de los estados miembros en el Consejo de Ministros. En tercer lugar después, los negociadores han de sondear la posibilidad de ampliar a más campos las votaciones con mayoría cualificada. Por último, en cuarto término, y con vistas a los órganos europeos, pueden incluirse otros aspectos –no especificados en detalle– que harían necesaria la modificación del Tratado de la Unión.

En una consideración superficial esto puede parecer poco espectacular –pero no lo es. Simplemente la circunstancia de que en el tema de la "reforma institucional" los miembros de la UE ya hayan tenido diferencias, y ahora tengan que llevar a cabo un segundo intento, lo dice todo. En cualquier caso, en el marco de las largas negociaciones sobre el Tratado de Amsterdam (1997) no consiguieron llegar a un consenso. Es evidente que la presión política era entonces demasiado reducida para forjar el hierro caliente, toda vez que aun estaba lejos la ampliación de la UE en seis, doce o más países. Así se habla hoy un poco a la ligera de los "leftovers" de Amsterdam que, según los jefes de estado y de gobierno, deberán estar liquidados de aquí a fin de año. Más exactamente: el fin de la conferencia y el acuerdo sobre los cambios necesarios a introducir en el Tratado ha de tener lugar en diciembre.

¿De qué se trata en concreto en las inminentes negociaciones entre los Quince? Se trata ni más ni menos que de ampliar la capacidad de decisión y funcionamiento. Con esta finalidad son imprescindibles reformas de los órganos de la UE, porque ésta se caracteriza "grosso modo" por tener unas estructuras institucionales creadas en los años cincuenta para una Comunidad de seis estados miembros. Es fácilmente comprensible que un hábito institucional, que había sido confeccionado a medida para una Comunidad de seis países, se haya hoy quedado ya pequeño; con toda seguridad que se romperían sus costuras si la UE adquiriera dimensiones paneuropeas.

Como antes de cualquier conferencia gubernamental que tenga como objetivo la revisión del Tratado, tampoco en este caso faltan ni ideas ni esquemas que van claramente más allá de aquello sobre lo cual los gobiernos nacionales podrán llegar de forma realista a acuerdos. Piénsese, por ejemplo, en el informe de los "tres sabios" encargado por el Presidente de la Comisión Romano Prodi. Ésta ha presentado ahora, el miércoles, como lo exige el artículo 48 del Tratado de la Unión, sus propios planteamientos. Sería exagerado calificarlos de audaces o incluso de visionarios. Con sus propuestas Bruselas intenta, es cierto, conseguir más supranacionalidad, aunque no en una medida que los estados miembros pudieran considerar como una provocación. La Comisión se mantiene más o menos con los pies sobre el suelo de la realidad en el convencimiento de que debe evitar todo aquello que pudiera poner en peligro el proceso de ampliación y precipitar a la UE a una crisis de credibilidad.

La "exigencia" de la Comisión de mayor alcance probablemente consiste en que en el Consejo de Ministros tenga que convertirse en principio la votación por mayoría y en excepción, el requisito de la unanimidad. La espada de Damocles de la votación por mayoría no hay duda de que promueve en el Consejo el debate constructivo, dificulta la vinculación de contextos extraños y con ello la "extorsión" de los socios. La UE ha tenido esta experiencia positiva al poner en práctica el programa plurianual para creación del Mercado Interior. En 1992 éste probablemente se convirtió dentro de los plazos, en realidad solamente porque en este campo se hizo norma a través de la revisión del Tratado la votación por mayoría –con pocas excepciones, como el ámbito fiscal y el social.

De hecho, y en verdad, en el Consejo sólo en muy contados casos se ha tenido que recurrir, y se recurre, a la votación, porque las delegaciones negociadoras están siempre obligadas desde el principio a llegar al compromiso dentro del consenso.

La Comisión fija cinco categorías de resoluciones para las que ha de seguir siendo necesaria la unanimidad de los estados miembros. Entre ellas figuran las dos áreas particularmente delicadas de la fiscalidad y de la seguridad social pero, en versión bruselense, sólo bajo la condición de que no se toque el funcionamiento regular del Mercado Interior. Esta limitación es en extremo problemática. Podría abrir las puertas a pasos orientados en la dirección equivocada. Y es que los sistemas nacionales, tanto fiscales como sociales, se han desarrollado en Europa de manera muy diferente y reflejan, de consiguiente, la según los países bastante distinta concepción sobre el papel y el cometido del Estado. Esta multiplicidad, que es una virtud de Europa, correría también peligro, como la aceptación de la UE por parte de los ciudadanos si se obligara a los miembros a la nivelación.

Hay que añadir otra cosa. La posibilidad de votaciones por mayoría en las cuestiones de carácter fiscal crea incentivos para "acuerdos cartelarios" internacionales de los ministros de finanzas. En consecuencia, resultarían penalizados aquellos países de la UE que aspiran también, a través de un clima fiscal cordial, al éxito económico en la competencia por el emplazamiento. La actual disputa "venenosa" en el seno del Consejo de Ministros sobre una regulación a escala comunitaria de la fiscalidad de las rentas en forma de intereses de las personas físicas proporciona un ejemplo impresionante de esto: los países de impuestos elevados de la UE, en cabeza Alemania, quieren imponer a Gran Bretaña y a Luxemburgo un régimen fiscal que, a juicio de los gobiernos de Londres y del Gran Ducado, pondría en peligro la destacada posición de sus centros financieros. No es necesario insistir con mayor precisión en que estos países no están dispuestos a pagar los vidrios rotos del problema, particularmente alemán, de la evasión y el fraude fiscales.

En la conferencia gubernamental tan debatida como la extensión de la votación por mayoría podría ser la ponderación de los votos. Las actuales disposiciones están bien contrabalanceadas. Garantizan, por un lado, que el pequeño grupo de los grandes países no pueda imponerse al gran grupo de los países medianos y pequeños (y a la inversa) y que, por otro lado, para una decisión válida deba estar representada la mayoría de la población de la UE. La Comisión no intenta cambiar básicamente este sistema, aun cuando Bruselas se comprometa a una simplificación radical que podría tener consecuencias tendencialmente positivas para los países grandes. Y este grupo, de aceptarse las propuestas de la Comisión, todavía tendría que encajar una segunda papeleta, concretamente con vistas a la reforma de la Comisión. Con 20 miembros este órgano se encuentra ya hoy sobredimensionado. Por razones de eficiencia Prodi quiere evitar cualquier nueva ampliación y ello con independencia del futuro número de estados miembros. El derecho de los países a estar representados con un nacional suyo en la Comisión tiene por ello que ser cuanto menos re-

lativizado. Por eso, él habla en favor del principio de rotación, si bien basado en el lema de la igualdad de los estados miembros. Para los "grandes", que hoy tienen en Bruselas dos comisarios cada uno, esto es probablemente (todavía) algo demasiado difícilmente digerible.

Estas pocas referencias ponen de manifiesto los desafíos con los que habrá que enfrentarse en la mesa de conferencias si en diciembre hay que alcanzar un final acompañado por el éxito. De todas formas, la experiencia enseña que en las conferencias gubernamentales al final siempre se encuentran compromisos que, por lo menos, no cuestionan el nivel dado de integración, ni la capacidad de decisión y funcionamiento de la UE. Si esto se consigue hoy y si, además, se hace posible "más Europa" para aquellos países que quieren profundizar en la integración entonces la UE puede calificarse a sí misma, y con buenas razones, de apta para la ampliación -y ello, en cualquier caso, en los aspectos institucionales-

No hay crisis energética a la vista

(*Neue Zürcher Zeitung* del 26/27 de febrero)

La multiplicación por tres del precio internacional del petróleo que se viene observando en los últimos doce meses trae a la memoria la crisis económica de los años setenta. De todas maneras, hoy el contexto económico es completamente distinto, por lo que apenas si existe amenaza de estrangulamientos. Los analistas esperan que a lo largo del año ceda el precio del crudo.

Además, la dependencia con respecto al oro negro es mucho menor que hace treinta años.

El que el precio del petróleo en el mercado internacional se haya triplicado en los últimos doce meses hasta alcanzar un nivel de casi 29 dólares por barril del tipo Brent, que es el que se comercializa habitualmente en Europa, ha despertado entre algunos observadores recuerdos inquietantes de la crisis del petróleo de los años setenta y de la grave recesión que entonces se registró. No obstante, hay que relativizar el dramatismo de la mera evolución de los precios, ya que el aumento, a finales de 1998, se había iniciado a partir de un nivel extremadamente bajo de menos de 10 dólares por barril. En el promedio de los años noventa el precio superaba los 18 dólares.

Volatilidad normal de los precios.

Los precios del petróleo muestran habitualmente una extrema volatilidad, porque reaccionan con mucha sensibilidad ante las variaciones de la oferta y de una demanda difícil de pronosticar. Además, del lado de la oferta, los acuerdos en el seno de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (Opec) relativos a las cantidades a producir por sus países miembros actúan como factor importante de influencia política. Según una estimación de Salomon Smith Barney, la pro-

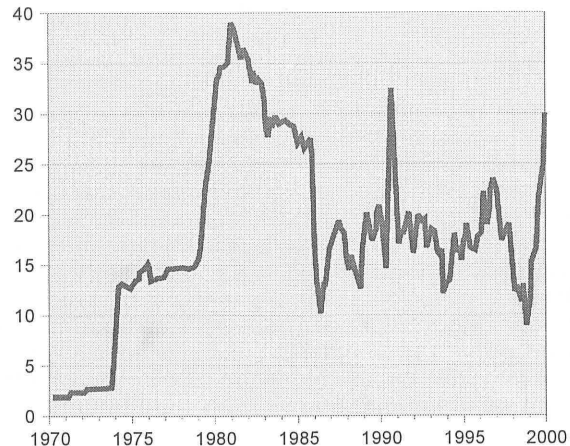
ducción de los países de la Opec en el primer trimestre de 2000 es de 26,5 millones de barriles de crudo al día. Teniendo en cuenta la extracción a nivel mundial de unos 71 millones de barriles diarios, la Opec controla así una cuota de mercado de alrededor del 37 por 100. De las reservas de petróleo conocidas una proporción incluso del 76 por 100 está en territorios de soberanía de los estados de la Opec. Esto proporciona a la Organización una gran capacidad de influencia sobre la evolución de los precios. Si bien después del reciente desmoronamiento de éstos por debajo de la marca de 10 dólares ha vuelto a intensificarse fuertemente la disciplina en el cártel, la Opec no puede sin embargo regular el precio con tanta precisión como sería su deseo. Si la cotización del crudo aumenta con demasiada intensidad -y mientras tanto el nivel de 30 dólares es considerado demasiado elevado también por los países más importantes de la Opec- aumenta para todos los países productores de petróleo el estímulo para incrementar capacidades y cantidades a producir con el fin de obtener ventajas de un precio más favorable. Esto conduce a medio plazo a un movimiento de precios contrario. Si a largo plazo el precio del crudo se impulsara hasta niveles de vértigo incluso los consumidores amenazarían cada vez más con sustituir el petróleo por fuentes de energía alternativas, lo que, a su vez, dejaría de ser de interés para los países que tienen grandes reservas.

Bajo nivel de cantidades almacenadas.

Los países de la OCDE dependen sencillamente de una pronta expansión de la producción, porque las cantidades que tienen almacenadas han caído a un mínimo de un período de diez años y el consumo sólo podría reducirse a corto plazo asumiendo elevados costes. Esto ha conducido inevitablemente a una presión política y económica en gran escala sobre la Opec por parte de los países industrializados, y en particular de los Estados Unidos, para conseguir el incremento de las cantidades producidas. En estos momentos en los EE.UU. Tal presión viene reforzada adicionalmente por la necesaria consideración del clima entre los consumidores en este año de elecciones presidenciales, ya que los mayores precios del crudo empiezan a reflejarse en los precios del fuel y de la gasolina. En la última semana los EE.UU. han expresado sin lugar a dudas que se ha alcanzado el límite doloroso y que el precio del crudo debería descender de nuevo. Para subrayar esto su Ministro de Energía Bill Richardson se ha desplazado a los más importantes países exportadores de petróleo a fin de discutir con sus gobiernos sobre las cantidades a producir.

Estas señales no han dejado de tener efecto. Diferentes representantes de los países de la Opec han declarado en los últimos días que un precio del crudo entre los 20 y los 25 dólares sería aceptable y de interés tanto para los países productores como también para los consumidores. Esto hace prever una pronta flexibilización de los precios que podría ser incentivada por la decreciente demanda de fuel por parte de los países industriales en la próxima estación calurosa. Los analistas creen que en el transcurso del año más bien oscilarán dentro de la franja inferior de la banda de precios;

GRÁFICO 2
PRECIOS DEL CRUDO EN EL MERCADO INTERNACIONAL
(En dólares por barril)



Fuente: Energy Information Administration.

los correspondientes precios a plazo también tienden a un nivel objetivo a la larga de 20 dólares. Todavía se especula acerca del momento y de la proporción en que se incrementará la producción. Por eso el precio "spot" y los precios a plazo para los tres próximos meses se mantienen de momento en una cota alta. El incremento de la cantidad producida podría decidirse en la próxima reunión de la Opec del 27 de marzo en Viena y entrar en vigor a principios del verano, aunque posiblemente no antes del otoño. Queda la duda sobre si la Opec consigue un "aterrizaje suave" en la banda de precios proyectada o si la mayor producción conducirá incluso -como sucedió en 1998- a una caída de proporciones más significativas (gráfico 2).

La marcha de la coyuntura es menos dependiente del precio del crudo.

En el período de 1973/1974 el precio del crudo se cuadruplica en el lapso de un año y en los últimos doce meses se triplica. ¿Existe la amenaza de un proceso análogo al de hace 25 años cuando el oro negro arrastró al abismo a toda la coyuntura internacional? Con independencia del incremento en gran escala de los precios no hay hoy paralelismo alguno con la última crisis del petróleo. El entorno tanto económico, como también el político son muy distintos a los de los años setenta en que una concatenación de factores negativos precipitó a la coyuntura internacional a una recesión.

Una primera e importante diferencia está en la gran dependencia que en 1970 había con respecto al petróleo. En aquel entonces los combustibles obtenidos partir de esta fuente de energía y los carburantes suponían en Suiza aproximadamente el 80 por 100 del con-

sumo total de energía; dos décadas antes la proporción no llegaba ni a la cuarta parte. A partir de mediados de los setenta se desvinculan la marcha del crecimiento económico y el consumo energético. Y ello a pesar de que los productos petrolíferos han ido abaratándose constantemente con relación a la marcha general de los precios. Más que las materias primas energéticas han sido el progreso tecnológico, las racionalizaciones, los nuevos medios de comunicación y la cada vez mayor interrelación comercial internacional los que han mantenido el ritmo del motor del crecimiento. Así, aunque en Suiza el consumo de energía se ha quintuplicado desde 1950, la participación de los productos petrolíferos estaba en 1998 sólo en el 60 por 100, mientras que la electricidad y el gas han perdido importancia. En el mismo año sólo ha supuesto un modesto 3 por 100 la proporción de las fuentes de energía en las mercancías importadas.

En segundo lugar, el entorno coyuntural no se puede comparar con la situación de los años setenta. EL embargo petrolífero se acordó en un momento en que la coyuntura internacional empezaba a recalentarse. A partir de 1950 Suiza registra tasas medias de crecimiento anual de más del 4 por 100 en términos reales; en 1973 el PIB se incrementa en un 3 por 100, coincidiendo con una tasa de inflación casi tres veces mayor. El *shock* del precio del crudo conduce a que la mayor parte de los gastos adicionales destinados a energía fluye hacia el extranjero, sustrayéndola a la economía nacional. La consecuencia son recortes en las inversiones y una revaluación en gran escala del franco, lo que pone todavía más en apuros a la industria exportadora. El paro se convierte de pronto en tema de actualidad y a la alta coyuntura sigue una recesión que en 1975 coincide con la caída más fuerte del PIB del -7,3 por 100. Muy diferente que en vísperas de la crisis del petróleo es hoy el panorama de los indicadores económicos. En Suiza queda atrás una pertinaz fase de estancamiento y el país experimenta una recuperación. En efecto, apoyado en el clima de bonanza, crece el consumo privado, los bajos tipos de interés y las favorables perspectivas estimulan la actividad inversora y la industria exportadora, en gran parte reestructurada, se enfrenta con confianza a la competencia internacional. La tasa de paro ha descendido a más de la mitad desde su nivel récord.

Con este telón de fondo más bien hay que olvidar el encarecimiento del petróleo. Su repercusión sobre el índice de precios al consumo -cuya tasa anual pasa de febrero a diciembre de 1999 del 0 al 1,7 por 100- es impresionante, aunque no inquietante: junto a la gasolina y el fuel, ponderados en el índice de precios al consumo con el 3 por 100, las demás mercancías de la cesta han conservado bastante la estabilidad, como muestra la comparación del mismo con la inflación subyacente (ver gráfico 2). Esta última excluye los precios medios de la alimentación, que oscilan estacionalmente, así como los volátiles precios de la energía y refleja aproximadamente el 80 por 100 del índice. Esta inflación subyacente era a finales de 1999 más o menos de la mitad de la inflación contrastada. En conjunto, a la subida de precios del crudo hay que imputarle alrededor de una quinta parte de la inflación del 0,8 por 100 del último año. Todavía en 1998 la caída de los precios del petróleo contribuyó a que el índice de precios al

consumo fuera cero, ello pese a la creciente inflación subyacente.

Impulsos inflacionistas provenientes del extranjero.

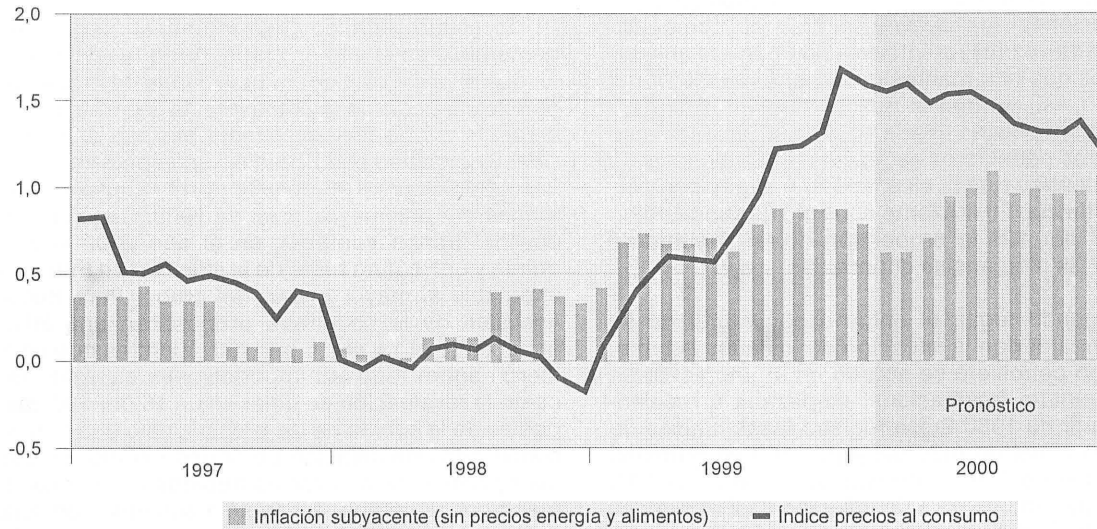
El efecto petróleo podría también seguir siendo perceptible en el año en curso. Aunque -en la medida en que el precio del crudo baje o deje de crecer- desaparezca, a partir de la primavera, la gran variación con respecto al año pasado (efecto básico), el precio del petróleo, incluso en el caso de un esperado retroceso hasta 20 dólares a 25 dólares barril, quedará de todas formas por encima del nivel de 1999. Según pronósticos del Banco Vontobel, en el año 2000 entre una quinta y una cuarta parte de la inflación en Europa será imputable al mayor precio del crudo. Para Suiza los analistas de la coyuntura pronostican una inflación anual entre el 1 y el 1,4 por 100. Mientras que en 1999 fueron sobre todo las importaciones energéticas, así como la revaluación de dólar en un 15 por 100, las culpables de la subida de los precios, este año habrá que contar con una inflación de origen interno. En efecto, los incrementos de precios debidos a una mayor demanda de consumo, así como a aumentos de salarios y alquileres se reflejarán en el índice de precios al consumo. Por otra parte, los precios en descenso en el campo de las telecomunicaciones, la presión de la competencia en muchos sectores y las capacidades de producción no utilizadas impiden que la inflación se desborde (gráfico 3).

En América no hay riesgo de cambio de rumbo

(*Neue Zürcher Zeitung*, edit. del 19/20 de febrero)

Las marcas hay que celebrarlas. Y así no han faltado las loas al alcanzarse en estas semanas una, el 107º mes del período de expansión de los EE.UU., con lo que queda eclipsada la "prolongada expansión" de los años sesenta que duró desde febrero de 1960 hasta diciembre de 1969. Entre los muchos aspectos que son propios de este récord el más destacado es probablemente la enorme formación de capital que han hecho posible nueve años de crecimiento y una bolsa francamente exultante. Desde marzo de 1991 los patrimonios reales netos de las economías familiares americanas han aumentado un 67 por 100, pasando a más de 34 billones de dólares. En comparación con esto, el incremento en los años sesenta fue de "sólo" un 42 por 100, hasta llegar a los 10,3 billones de dólares. Al respecto, no se debe olvidar que, sobre todo en los últimos años, todas las capas de la población se han beneficiado de la recién adquirida prosperidad. Así, por ejemplo, entre 1993 y 1998 los ingresos familiares en la quinta parte inferior de la pirámide de rentas han crecido el 2,7 por 100 anual, mientras que el avance en la quinta parte superior ha sido de sólo el 2,4 por 100. La afirmación, hecha fundamentalmente por la izquierda europea, en el sentido de que las consecuencias de la expansión sólo habrían favorecido a los ricos es insostenible en esta áspera versión. Aunque es cierto que la distribución del patrimonio se ha hecho más desigual

GRÁFICO 3
INFLUENCIA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA INFLACIÓN
 (Variación en porcentaje respecto al año anterior)



Fuente: UBS.

en los últimos años, también hay que reconocer sin embargo que, para recurrir a una expresión de los años sesenta, "la marea creciente ha hecho subir a todas las embarcaciones".

Frente a anteriores ciclos de la coyuntura, impresiona hoy sobre todo la solidez de la expansión. Después de cinco años, en un momento pues en el que a otros ciclos empezaba poco a poco a faltarles el aliento, se inicia un impulso en las inversiones que acelera el crecimiento. Un resultado de este impulso son las ganancias en productividad ahora observadas y completamente atípicas en esta fase de la expansión, así como el –por lo menos hasta hace poco– también atípico retroceso de la inflación. En comparación con esto, la expansión de los años sesenta sólo se pudo mantener viva gracias a una intensificación generalizada de los gastos del Estado. La guerra del Vietnam y los gastos para la "Great Society" del Presidente Johnson dispararon después de 1966 el gasto público en un 11 por 100 anual. Frente a ello, se puede calificar de francamente moderada la actual política financiera con su crecimiento real del gesto del 3 por 100 y un superávit presupuestario estimado para el año en curso en 150.000 millones de dólares o el 1,5 por 100 del producto interior bruto (PIB).

Ahora bien, con todo, tendría que tener una venda en los ojos quien no quisiera reconocer los desequilibrios internos y externos que mientras tanto se han ido acumulando. Sobre todo apenas si puede haber ya dudas de que la bolsa ha superado, por lo que se refiere a los títulos tecnológicos, cualquier previsión realista. Las relaciones cotizaciones–beneficios, de en ocasio-

nes 1.700, ó el fenómeno de que tres cuartas partes de las empresas de tecnología que en 1999 han ido a la bolsa hasta ahora sólo han registrado pérdidas son, junto a un ritmo de rotación cada vez más rápido de estos valores, probablemente los indicios de aquella "efusión irracional" en la que el responsable del Banco de Emisión Alan Greenspan aludió hace ya tres años. Si se presenta un segmento de acciones cada vez más estrecho con cotizaciones en crecimiento cada vez más rápido ello es un típico indicio de que la expansión debe encontrarse en una fase avanzada.

Podría pasarse al orden del día si mientras tanto no hubiera también quedado claro que la "inflación de patrimonios" de los últimos años ha impulsado el ciclo de la coyuntura. Greenspan estima así en un 1 por ciento del PIB el impulso de crecimiento de origen patrimonial; la economía crece más de prisa de lo que sería posible sobre la base de las rentas obtenidas. Sin embargo, ello lleva también implícito el que insignificantes nuevas apreciaciones de la situación de la bolsa –por ejemplo, en base a los tipos de interés crecientes– pueden tener ya enormes repercusiones para la economía real. Las decisiones de endeudamiento y de inversión, que en caso de cotizaciones crecientes de las acciones pueden ser perfectamente plausibles, cabe que en el curso de una baja sostenida resulten de pronto equivocadas. El *boom* de las inversiones y del consumo concluiría rápidamente y con la caída de la demanda global de mercancías podría derrumbarse también el crecimiento hasta llegar a una recesión. Esto no supone en absoluto que las decisivas señales de frenado tengan que venir sólo de la política monetaria de los EE.UU. Porque en la medida en que la coyuntura pulse

a escala internacional y sirva de apoyo a unas posibilidades de inversión más atractivas fuera de América se irá inevitablemente a desviaciones de cartera en el sentido de un alejamiento de Wall Street y, por tanto, de tipos de interés tendencialmente crecientes.

De todas formas, en la respuesta a la pregunta acerca de si el Banco de Emisión americano debe en definitiva proceder a un frenado, las opiniones divergen. A diferencia de lo que sucedía en los años sesenta, hoy no es necesario contener ninguna inflación galopante. Por aquel entonces el encarecimiento había alcanzado al final de la expansión un 7 por 100; hoy está en el entorno del 2 por 100 (con una tendencia, no obstante, al alza). Con esto, para la Federal Reserve (Fed), todavía le falta mucho para alcanzar aquella zona de riesgo que haría inexcusable una intervención. Ahí podría haber estado también el motivo de las largas vacilaciones de la Fed, porque un banco de emisión no se quiere exponer al reproche de haber interrumpido intencionadamente una expansión apoyada en la inversión.

No obstante, hace ya un mes Alan Greenspan ha dado cuenta de que a la Fed le debería interesar más prolongar la expansión eliminando los desequilibrios que en otro caso acabarían con el ciclo. Con esto ha insinuado que el Banco de Emisión reajustará próximamente al alza los tipos de interés hasta que el crecimiento vuelva a amoldarse a una senda equilibrada. Se requiere poca fantasía para imaginar que Greenspan también acepte con ello el reventón de la burbuja especulativa en la bolsa, impresión ésta que desde la intervención del responsable de la Fed el jueves último se ha endurecido apreciablemente.

Lo más tarde a raíz de las manifestaciones de Greenspan en el Congreso ha quedado claro que los EE.UU. no han superado el ciclo de la coyuntura, sino que en el mejor de los casos lo han prolongado; las recesiones nunca se podrán evitar. Desde la perspectiva actual hay sin embargo buenas razones para suponer que el próximo derrumbe será suave. Esto implica, en

primer lugar, que fuera de la bolsa no se observen signos especulativos de recalentamiento, como sucedió, por ejemplo, en el sector inmobiliario japonés antes de estallar la burbuja al final de los años ochenta. En segundo término, la economía se asienta hoy sobre unos fundamentos incomparablemente más sólidos que al final de ciclos anteriores. Diferentes ondas de regulación, desde el transporte hasta los bancos, han desencadenado energías productivas del mercado y arrastrado a las empresas a una auténtica cura para adquirir buena forma, en lo que parece que la desregulación ha hecho más resistente a las crisis sobre todo al sector financiero. Los nuevos instrumentos financieros hacen posible un reparto más amplio de riesgos; la probabilidad de que el retroceso en un sector se convierta en una carga para toda la economía se ha reducido. A esto hay que añadir, como resultado del *boom* de las inversiones, la modernización generalizada de las existencias de capital que tampoco deberían quedar obsoletas a causa de una recesión. Y en tercer lugar, Washington podría, con la condición de que la situación de caja no arrastre a la política, a la, tentación, tener algún margen de maniobra para las rebajas impositivas encaminadas a luchar contra la recesión. Esto es finalmente también aplicable a la política monetaria que probablemente no tendrá que dismantelar ningún elevado zócalo de inflación. Hay una diferencia fundamental entre que el carecimiento sea al final de una expansión del 7 por 100 ó del 2 por 100.

Visto así, el derrumbe coyuntural –si es que se produce– podría no significar el fin del mundo. Es más bien grande la probabilidad de que sea de una duración sólo limitada. Los Estados Unidos se encuentran hoy en la confortable situación de recoger los frutos de la pasada política económica y fiscal orientada hacia la oferta, a, lo que al mismo tiempo ha contribuido lo suyo el grado de fortalecimiento de los factores de resistencia alcanzado. Por ello América podría durante bastante tiempo seguir siendo la “*économie dominante*” de los países industrializados y entrar en los anales, como ejemplo de prosperidad impulsada por el mercado y, por ello, de prosperidad duradera.