

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA  
EN LA  
PRENSA INTERNACIONAL

---

SUMARIO

	Pág.
El misterio del desvanecimiento del euro .....	110
El euro y los tipos de interés .....	112
Euro: la cuestión de confianza .....	112
¿De qué se duele el euro? Tal vez sea de Europa .....	113
Negligencia benigna ( <i>benign neglect</i> ) para el euro, por favor .....	114
Falto de apoyos, el euro prosigue la baja .....	115
El BCE, incapaz de contener la baja del euro .....	116
La vuelta de la inflación .....	116
Mejoran las previsiones del FMI .....	117
La Europa de los banqueros .....	118
El retorno de la inflación .....	118
De la "nueva economía" a la "nueva sociedad" .....	119
Europa se vigoriza .....	120
Adelante con la nueva economía .....	121
Iberoamérica, crecimiento y desigualdad .....	123
Malos tiempos a la vista .....	124
Europa no debe temer a la <i>new economy</i> .....	125
<i>Danke schön</i> , Sr. Fischer .....	125
El euro en un profundo valle .....	126
El débil euro fuerte .....	127
Los ingleses castigan al euro con el silencio .....	128
Un terremoto en la banca .....	129
Fracaso de todos sin distinción .....	130
En busca de la nueva economía .....	131

### El misterio del desvanecimiento del euro

---

(Robert L. Bartley, en *The Wall Street Journal* de 15 de mayo)(1)

El euro a la baja no es sólo un problema práctico para los gobiernos y los hombres de negocios, sino también un auténtico misterio intelectual para la política monetaria. Cuando se preparaba la unificación de

la moneda, los 11 socios europeos quisieron poner en orden sus asuntos fiscales. Cuando fundieron sus monedas, el 1 de enero de 1999, parecían estar en una situación razonable de fuerza, la lira incluida.

En los 17 meses siguientes, el valor del euro no ha cesado de erosionarse, bajando de su valor inicial de 1,18 dólares hasta un mínimo de cerca de 89 centavos de dólar. La próxima vez que alcance la paridad con el

dólar, será con el dólar canadiense, que vale 67 centavos de dólar USA. El dólar de Estados Unidos se ha mostrado últimamente particularmente fuerte, es cierto, pero el caso es que el euro ha bajado también frente al yen y a la libra esterlina.

No hay una razón obvia que explique este sorprendente declive. Las economías europeas se han estado recuperando, en parte gracias a la eficacia que supone una moneda única. En la periferia de la zona euro, Irlanda y España han crecido brillantemente, como debe ser tratándose de países menos desarrollados que la mayor parte del resto del grupo. El crecimiento ha favorecido las cuentas de los gobiernos y, en efecto, no ha habido deterioro grave a este respecto. Y aunque los tipos de interés europeos están por debajo de los de Estados Unidos, el Banco Central Europeo se ha mostrado dispuesto a contraer la oferta monetaria.

La creación de una moneda nueva es una empresa complicada. El euro representa el primer banco central supranacional de la historia, y también la más moderna moneda independiente. Cuando se crearon nuevas monedas con anterioridad, siempre lo fueron, por lo menos al inicio, de la mano de metales preciosos u otras monedas sólidas.

Las incertidumbres de una nueva moneda afectan no sólo a la política de los bancos centrales, sino a un elemento técnico que los economistas llaman "efectos de liquidez" (*liquidity effects*). Estos efectos fueron analizados en nuestras páginas en una serie de artículos sobre el euro publicados en 1998 y debidos a Robert A Mundell, Premio Nobel de este año y el principal padrino intelectual del euro. Tales artículos han sido actualizados en la nueva publicación *The Euro as a Stabiliser in the International Economic System*, editada por Mundell y Armand Clesse (Kluwer Academic Publishers). La cuestión es cuánto dinero debe ser emitido para apoyar un nivel dado de transacciones.

Los efectos de liquidez actúan en ambos sentidos, creando un equilibrio ambiguo. Si los bancos centrales del mundo diversificaran sus reservas vendiendo dólares y comprando euros, por ejemplo, ello supondría la retirada de euros de la circulación y sería deflacionista. Para conseguir la estabilidad de los precios, el BCE debería imprimir más euros para compensar aquellos enterrados en los sótanos de los bancos centrales. La Reserva Federal, en cambio, debería contraer para compensar los dólares puestos en circulación por otros bancos centrales. A largo plazo, este puede resultar el efecto liquidez más importante, aunque apenas nos encontramos allí todavía.

A lo largo de los últimos 17 meses, según parece, ha predominado otro conjunto de efectos liquidez, que pueden ser resumidos bajo el epígrafe de eficacia (*efficiency*). Una gran moneda común es en varios sentidos más eficaz que 11 monedas más pequeñas y requiere menos liquidez para un nivel dado de actividad económica. Por consiguiente, si la liquidez es constante después de la unificación, resultará ser excesiva y el valor de la moneda bajará.

"Los factores liquidez sugieren que en la fase de transición habrá un exceso de liquidez que podría con-

ducir a la inflación", escribió Mundell aquí el 30 de abril de 1998. "Cuando, digamos, 500 mil millones de euros en monedas nacionales sean substituidos por 500 m.m. de euros, la liquidez europea se incrementará como si hubiera habido una subida repentina de la oferta de dinero europea". Esto es así, simplemente, porque el euro tiene un campo de transacciones más amplio y por esto es más líquido que las monedas más pequeñas. De forma similar, la consolidación de 11 monedas en una sola sería como si se produjera un exceso de reservas del banco central y se incrementara la liquidez de la deuda nacional.

De lo que se deduce que para mantener el valor de una nueva moneda, el banco central debe llevar a cabo una política monetaria más restrictiva para enjugar el (nuevo) exceso de liquidez. La explicación más plausible del misterio del euro a la baja es que el BCE ha pasado por alto o ha subestimado este efecto liquidez transitorio. Lo que, según todas las apariencias, ha sido una política monetaria correcta ha resultado ser demasiado fácil en las actuales circunstancias de vientos inconstantes y de corrientes inexploradas.

Los exportadores europeos han estado satisfechos con su moneda deslizante, aunque el capital europeo ha salido rápidamente hacia zonas más seguras. Un euro a la baja puede no importar mucho, según opinan numerosos observadores, incluido el Fondo Monetario Internacional, porque Europa se ha convertido en una área comercial "más cerrada". El precio de las importaciones subirá con una moneda a la baja, es verdad, pero esto supone un incremento fraccionario en una pequeña fracción del comercio de Eurolandia, de modo que el impacto inflacionario total será pequeño.

Los precios se establecen en el margen, solían enseñar en Econ 101, y con una moneda a la baja las importaciones se convierten en margen. El crudo del petróleo se cotiza en dólares en todo el mundo, por ejemplo, y otros precios de energía harán lo mismo. Botellas de vino Y valen X panes, y cuando la moneda cae, los precios han de cambiar para mantener esta relación. La depreciación de la moneda será pronto seguida por inflación interna.

El entorno económico mundial, desde luego, parece haberse vuelto, en general, deflacionario con el final de la Guerra Fría y como reacción a la inflación de los años 1970. Incluso así, la inflación empieza a infiltrarse en Eurolandia, como sugiere la subida de los precios al consumo. Los precios de la producción tienen aún peor aspecto, con un incremento del 6,2 por ciento anual en Marzo. Con el anunciado mandato de estabilizar los precios en euros, el BCE, probablemente, tenga que hacer frente a la necesidad de contraer. De hecho, es probable que contraiga más y con menores efectos que si hubiera escuchado antes lo que el tipo de cambio ha estado diciendo.

Una más estricta política monetaria será, naturalmente, políticamente más difícil. Lo que Eurolandia realmente necesita es otro instrumento Mundelliano, una política mixta de la oferta. Es decir, una política monetaria que absorba el exceso de liquidez y una política fiscal que estimule al sector real. El estímulo que se necesita no es un déficit presupuestario, sino recortes en

los altos tipos impositivos marginales para aumentar los incentivos. Los incentivos podrían también ser elevados eliminando las barreras del mercado de trabajo europeo y disminuyendo los ridículos subsidios agrícolas.

Éstas son la clase de políticas que doblaron la estagflación en Estados Unidos y en el mundo en los años 1980, y son precisamente lo que el euro a la baja nos dice que Europa necesita hoy.

#### NOTA

(1) Robert L. Bartley es el editor del *Wall Street Journal*.

### El euro y los tipos de interés

(Alan Friedman, en *Herald Tribune* de 15 de mayo)

Con unos tipos de interés de Estados Unidos al alza (primero mañana, martes, y probablemente de nuevo el próximo mes), muchos analistas aseguran que el anémico euro estará sometido a fuertes presiones durante varias semanas.

El euro puede subir unos pocos centavos, dicen los expertos, pero no conseguirá una recuperación coincidente frente al dólar USA a corto plazo, a no ser que los gobiernos del Grupo de los Siete sorprendan al mundo financiero con una intervención coordinada en los mercados de cambio. Eso podría resultar necesario si el euro cayera pronto de nuevo, pero exigiría un alto grado de cooperación entre Europa, Estados Unidos y Japón que es difícil de alcanzar políticamente.

Y, desde luego, si la Reserva Federal eleva los tipos en medio punto el martes día 16, hasta alcanzar el 6,5 por ciento, el euro se debilitará todavía más.

La cuestión más importante es lo que ocurrirá después que se lleve a cabo tal subida, si todo indica que poco después (en junio o julio) se elevarán los tipos en Norteamérica otro medio punto, el euro podría caer considerablemente. Un analista bien situado ha dicho que es muy difícil pintar un cuadro positivo para el euro, en especial cuando no se trata sólo de una cuestión de tipos de diferencias de tipos de interés sino también del sentimiento negativo del mercado contra el euro y de enormes movimientos de capital que van del área del euro a la del dólar.

Que va a haber una substancial de los tipos USA apenas lo duda nadie. La misma OCDE está incluso pronosticando que en agosto pueden alcanzar el 7 por ciento, cifra que debe compararse con la del 3,75 por ciento del Banco Central Europeo.

Pero los diferenciales de los tipos de interés son sólo una parte del problema. Entre las otras razones que pueden explicar el 25 por ciento que se ha depreciado el euro desde su creación debe decirse que los inversores europeos han depositado alrededor de 150 m.m. de dólares en Estados Unidos a lo largo del pa-

sado año, mientras que sólo una pequeña fracción de esa cantidad ha hecho el camino inverso.

Además, a pesar de los esfuerzos hechos por Wim Duisenberg, el presidente del BCE, para sostener al euro con sus declaraciones tranquilizadores y con sus alusiones a la posibilidad de una intervención en los mercados de valores, la moneda de los 11 sigue languideciendo a causa de las señales de distinto signo que emiten los políticos europeos.

En los últimos días, el primer ministro francés, Lionel Jospin, de Francia, ha subrayado la necesidad de promover el euro, tanto a través de la intervención de los gobiernos como reforzando el consejo de ministros de Hacienda de los 11, para que éste actúe de contrapeso político del BCE. Y Gerhard Schroeder, por su parte, decía hace poco en la televisión que él creía que el euro reaccionaría, pero que mientras tanto ha resultado muy útil para abaratar el precio de los exportaciones alemanas.

“No hay otro país en el mundo que dependa más de las exportaciones que Alemania, dijo Schroeder, por lo que no debemos lamentarnos cuando se beneficia a nuestras exportaciones”.

### Euro: la cuestión de confianza

(Pierre-Antoine Delhommais, en *Le Monde* de 12 de mayo)

Si hacemos caso a ciertas personas, la reciente caída del euro sería un evento de escasa importancia. Los medios de información habrían hinchado exageradamente una evolución monetaria tan natural como anodina e inofensiva: la descripción de una moneda única en crisis sería, esencialmente, el resultado de la imaginación de los periodistas financieros. Este es por lo menos el punto de vista expuesto, en estas columnas, por Jean-Paul Fitoussi, presidente del Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE) y editorialista asociado a *Le Monde*, quien dice no entender nada del “bullicio actual alrededor del valor del euro, de las palabras pronunciadas aquí y allá por los medios de información, ciertos políticos y algunos economistas”. Punto de vista adoptado en parte también por el ex primer ministro Edouard Balladur, para quien “no conviene dramatizar este asunto”.

Según este análisis, el Presidente de la República, Jacques Chirac, el primer ministro, Lionel Jospin, y el gobernador del Banco de Francia, Jean-Claude Trichet, se habrían gastado en vano intentando evitar, como acaban de hacerlo, la caída del euro. Los once ministros de Finanzas de la zona habrían, por su parte, cedido prematuramente ante el pánico, afirmando compartir “una preocupación común sobre el actual nivel del euro”, y amenazando con intervenir en el mercado. En fin, el presidente del Banco Central Europeo, Wim Duisenberg, habría perdido inútilmente su tiempo tomándose la molestia de redactar un comunicado destinado a los ciudadanos europeos para tranquilizarlos y explicarles “que el futuro del euro es el de una moneda fuerte, basado sobre la estabilidad de los precios y la fuerza de la economía europea”.

El hecho de que el euro haya perdido, en 16 meses, un cuarto de su valor frente al dólar, ¿debe ser considerado como un incidente menor, un detalle monetario? Debemos, ante todo, preguntarnos sobre la reacción que experimentarían esos que aplauden la debilidad actual del euro si la situación del mercado de cambios se hubiera invertido. Si en lugar de un euro subvalorado –cerca del 30 por ciento frente al dólar, según cálculos de los especialistas– estuviera sobrevalorado en las mismas proporciones.

Sin duda, aquellas voces no dejarían de denunciar manipulaciones monetarias norteamericanas inaceptables, destinadas a asfixiar la economía del Viejo Continente, reclamando con vehemencia intervenciones para que tal anomalía cesara inmediatamente.

Hoy, tales voces no cesan, al contrario, de elogiar la política monetaria de Estados Unidos, inteligente y pragmática; unos Estados Unidos que afirman que “un dólar fuerte es lo que interesa al país”. ¿Se pueden querer monedas fuertes para los otros, para los rivales comerciales, y una divisa débil para uno mismo y los exportadores propios? ¿No es preferible, dentro de lo posible, evitar las distorsiones del tipo de cambio? Los europeos, y los franceses en particular, están bien situados para saber hasta qué punto el desorden monetario puede ser económicamente penalizador.

Los dirigentes políticos y monetarios europeos han sabido probar, a lo largo de todo 1999, aceptando impávidos la depreciación continua de su divisa, que habían renunciado definitivamente al culto a la moneda fuerte. Han demostrado que sabían mostrarse flexibles cuando el curso de su divisa bajaba en proporciones razonables, y que no considerarían ese repliegue como un atentado contra la dignidad de Europa. Ese espíritu de tolerancia fue incluso una excelente sorpresa, sobre todo viniendo de un Banco Central Europeo del que se había sospechado, equivocadamente, que sería un clono del Bundesbank.

Pero no es, después de algunas semanas, la paridad del euro la que inquieta, hablando con propiedad, a los responsables europeos. Es el sentimiento de desconfianza cada vez mayor que la joven divisa suscita en la comunidad financiera internacional y en las opiniones públicas de la zona, sentimiento del que la caída frente al dólar no es más que el reflejo. ¿Hace falta no tener en cuenta el hecho de que los inversores japoneses, los más poderosos del mundo, ironizan sobre el hecho que el euro se parece más a la lira italiana que al *deutschemark*? ¿Hace falta, en tanto que ciudadano que pertenece a la misma zona monetaria, desinteresarse de la hostilidad creciente de la población alemana respecto del euro? ¿Hace falta considerar como anecdótico que el gran periódico popular *Bild Zeitung*, con una tirada de 4,5 millones de ejemplares, escriba que “los alemanes han llegado a ser grandes con el *deutschemark* fuerte”, y que “se hacen pequeños con el euro débil”? ¿Hace falta y, sobre todo, se puede?

La creación del euro impone en teoría que los Estados de la Unión se preocupen más que en el pasado del destino de sus consocios. Ello les invita a mostrarse menos egoístas de lo que eran no hace mucho.

El hecho de que las tentaciones devaluacionistas, por razones históricas y culturales, sigan siendo fuertes en Francia no debería hacer olvidar a los expertos parisienses que los alemanes tienen una visión monetaria tradicionalmente más patrimonial y que tienen rápidamente miedo a partir del momento en que su divisa pierde algo de su valor. No hacer este esfuerzo de comprensión, no intentar encontrar, a través de concesiones recíprocas, un curso que represente un punto medio justo entre las aspiraciones de unos y los deseos de los otros, expondrá más pronto o más tarde a la Unión Monetaria a serios contratiempos.

La caída del euro sería también menos preocupante si la moneda única fuera una moneda vieja, si hubiera ya atravesado varias crisis y ganado algunas guerras. Este no es el caso. Cuando todavía no tiene un año y medio de vida, la joven divisa aún tiene que hacer sus pruebas. Para llegar a ser la gran moneda internacional que aspira ser, debe, por ejemplo, seducir a los grandes bancos centrales asiáticos para que éstos acepten hacerla figurar en un buen lugar en sus reservas. El euro no ocupa ese lugar por el momento, y no podrá ocuparlo en tanto siga perdiendo valor respecto al dólar y frente al yen. En una economía mundial enteramente “financierizada”, los flujos de capital importan por lo menos tanto hoy como los intercambios comerciales. Y para esos flujos, la evolución del tipo de cambio reviste una importancia primordial.

La fragilidad del euro sería menor si no se hubiera decidido imponer un espacio de tres años entre su lanzamiento oficial y la puesta en circulación de monedas y billetes. Este defecto de construcción no incita sólo a los observadores a fijar su atención en la paridad, única realidad tangible de esta moneda demasiado virtual. El mismo defecto empuja a los investigadores del mundo entero a interrogarse sobre un pretexto u otro, sobre el carácter irreversible de la Unión Monetaria y sobre la posibilidad para los 11 países de volver, en caso de crisis, a su divisa nacional. Es la solidez de los fundamentos mismos del edificio la que les parece sospechosa.

A este respecto, es por lo menos paradójico afirmar que el euro debe una parte de su debilidad actual a la lentitud de los progresos realizados en materia de construcción política europea y subrayar al mismo tiempo que su caída no tiene ninguna importancia. Es difícil sostener a la vez que el tipo de cambio del euro es un dato secundario y que es uno de los mejores medios para medir la credibilidad del proyecto monetario de Europa. Si, efectivamente, la moneda única sufre hoy de un déficit de Europa política, su *plongeon* debe al contrario alertar a todos los dirigentes de la Unión, para que se dediquen lo más rápidamente posible a cerrar esa brecha, a poner de nuevo a flote un navío que inspire confianza a todos.

### ¿De qué se duele el euro? Tal vez sea de Europa

(Reginald Dale, en *Herald Tribune* de 28 de abril)

Cada vez que el euro ha caído en proporciones supe-  
ruestamente impredecibles respecto al dólar, los ana-

listas han insistido en que la caída no estaba justificada por los *economic fundamentals*.

Algo hay de verdad en esto. Según los cálculos de muchos expertos, el euro debería valer entre 1,10 y 1,20 dólares, es decir, más que las tasas situadas en la parte baja de los 90 centavos que ha alcanzado últimamente.

Teóricamente al menos, el euro tiene mucho a su favor. Internacionalmente, los 11 países de la zona euro son segundos sólo tras Estados Unidos en escala económica y en potencial. La zona disfruta de una recuperación notable, generada por las exportaciones, y su desdichado desempleo está disminuyendo (aunque no lo suficiente).

Frente a esto, Estados Unidos está todavía creciendo más deprisa, sus tipos de interés son más elevados y la mayor parte del mundo todavía ve Wall Street como la mejor plaza para invertir dinero.

Pero esas relativas ventajas de Estados Unidos no son suficientes, en sí mismas, para explicar lo que recientemente se ha convertido en una casi fatalista ausencia de confianza en el euro, aunque no en la propia Europa. Algunos agentes monetarios dicen que se han quemado tantas veces con el euro que no desean volver a tocarlo.

El hecho es que algunas cosas son más fundamentales que los *fundamentals*. Entre ellas se encuentran cuestiones profundas como la de si Europa dispone de la valentía política y la capacidad de dirección para resolver profundos problemas estructurales e institucionales que corren el riesgo de ser ocultados por la recuperación económica.

Las impresiones no son buenas. Grandes cuestiones relativas al euro tales como de qué manera se debería dar a la moneda única una dirección política coherente y cómo la zona euro debería estar representada en negociaciones internacionales permanecen sin resolver.

Existen dudas sobre cuándo nuevos miembros se incorporarán a la moneda, y sobre cuán de cerca los participantes coordinarán decisiones en problemas clave como la imposición y la política fiscal. En un plano más general, toda la futura dirección de la integración europea está plagada de incertidumbres.

Cuando las monedas estaban en manos nacionales, tales incertidumbres eran menos importantes. Con una sola moneda gestionada a nivel europeo, cuestiones como la capacidad general para dirigir los asuntos políticos resultan mucho más dependientes de la confianza en la moneda.

Pero hay un vacío de dirección política. En Francia, Lionel Jospin, el primer ministro socialista, está perdiendo sus ambiciones sobre cambios políticos y sociales que podrían alterar la izquierda a medida que las elecciones presidenciales, previstas para 2002, se van aproximando. En Alemania, el canciller Gerhard Schroeder se mueve en zig-zag respecto a la reforma,

pero le falta capacidad de liderazgo en el marco europeo.

Italia se halla próxima a la parálisis política con la formación de un gobierno débil de centro-izquierda esta semana, incluso teniendo en cuenta que recientes elecciones regionales mostraron que una mayoría de votantes prefería el centro-derecha. En Bruselas, Romano Prodi, presidente de la Comisión Europea, está bajo fuego por falta de apreciación de ciertas cuestiones, en algún caso debidas a su ilusión de considerarse el "primer ministro" de Europa.

Otra manera de contemplar el problema es preguntando lo que costaría que el euro fuera una moneda fuerte. Muchas de las respuestas son sugeridas en un nuevo libro, *Transatlantic Perspectives on the Euro*, de Randall Henning y Pier Carlo Padoan, publicado por la European Community Studies Association, de Estados Unidos. Las respuestas forman una larga lista. Incluyen un mercado de capitales integrado, la adopción británica del euro, estabilidad política y económica en Europa Central y la voluntad por parte de los miembros del euro de cumplimentar importantes reformas estructurales, entre las que se incluyen el mercado laboral y la flexibilidad salarial, las privatizaciones, la desregulación y cambios radicales en impuestos y pensiones.

Las perspectivas son poco prometedoras. Gran Bretaña se muestra progresivamente hostil al euro, y nadie sabe qué decidirán los daneses en el referéndum que tienen anunciado. Existen presiones para contener la ampliación de la Unión ante la entrada de los países de la Europa Central y poca voluntad política para llevar a cabo las grandes reformas que aquella va a suponer.

Los gobiernos parecen poco dispuestos a utilizar el espacio que les proporciona la recuperación para llevar a cabo la reforma estructural. Un día, inevitablemente, el euro tocará fondo. Pero se necesitará más que esto para hacer una moneda fuerte.

### **Negligencia benigna (*benign neglect*) para el euro, por favor**

(Klaus Friederich, en *Herald Tribune* de 9 de mayo)(1)

El último criterio por el que siempre hemos juzgado la calidad de nuestra moneda, y de cualquier moneda, ha sido su poder de compra. Dinero de baja inflación ha sido siempre buen dinero; dinero de alta inflación ha sido siempre mal dinero. Con este criterio el euro ha sido hasta ahora buen dinero.

De hecho, ha sido mejor que simplemente bueno porque la inflación en el área euro nunca ha sido tan baja como en los pasados 17 meses, es decir, desde la creación del euro.

Esta casi perfecta estabilidad de precios no fue impuesta sobre nosotros por alguna super política monetaria super dura. Esto habría amenazado el crecimiento y el empleo. Por el contrario, crecimiento y empleo subieron y se debe esperar que continuará este curso favorable.

Por consiguiente, ¿dónde está el problema? A mi juicio, no hay problema.

Los titulares de la prensa reflejan preocupaciones a propósito del papel exterior del euro. El supuesto problema es un euro bajo y descendente frente al dólar.

Valoraciones internas y externas están relacionadas en el sentido de que un precio más alto de la moneda extranjera supone mayores precios de las importaciones, las cuales son parte del índice del coste de vida interno. Muchos países, especialmente aquellos en los que las importaciones constituyen una gran parte de la economía, saben por penosa experiencia que una moneda a la baja significa inflación.

Los europeos han vivido largo tiempo en economías abiertas con grandes cuotas de importación, y están por ello, por tradición, preocupados por la caída del tipo de cambio. Una gran parte de la histeria del euro débil procede de estas antiguas actitudes porque las partes de importación de antes del euro en relación con el PIB, que eran de alrededor del 25 por ciento para Alemania y Francia y 70 para algunos de los países más pequeños, han bajado al 11 por ciento para la zona euro. Este es el grado de apertura que se encuentra en la economía norteamericana.

Por lo que se refiere al papel exterior de la moneda, los europeos, por consiguiente, tienen buenas razones para sentirse tan relajados como los norteamericanos se han sentido siempre con el dólar.

En Estados Unidos, la incuestionable prioridad dado el papel interno del dólar, ha sido llamada una política de *benign neglect*. Nosotros, los europeos, necesitamos esta forma de ver las cosas porque con la creación del euro, la balanza, aquí, también casi 90 por ciento interno y escasamente 10 por ciento externo.

Jean-Claude Trichet, un miembro destacado del Consejo del Banco Central Europeo hizo tal declaración el pasado de jueves. Trichet describió el euro como claramente subdevaluado y subrayó su convicción de que "los participantes en el mercado se darán pronto cuenta, con nuestra ayuda, que los presentes tipos no están en consonancia con los datos fundamentales y que, por consiguiente, el potencial de apreciación para nuestra moneda se materializará rápidamente".

Yo comparto el análisis de Trichet y sus expectativas para el euro. Sin embargo, puesto que el primer mandato dado por el tratado de Maastricht al Banco Central Europeo es asegurar la estabilidad interna de los precios, el banco debería considerar cosa suya sólo en la medida en que esta tiene algo que ver con el primer mandato. De otro modo el público podría tener la falsa impresión de que el banco tiene alguna responsabilidad funcional para el tipo de cambio.

Trichet ha hecho el claro pronóstico de que el euro se apreciará. Yo creo lo mismo como economista que soy de un banco privado, pero, en ese contexto, las palabras "con nuestra ayuda" son tres palabras que sobran.

La política debería ser *benign neglect* del valor externo del euro, a no ser que se demuestre un peligro

claro de inflación. Dado que virtualmente en toda el área los pronósticos de inflación para este año permanecen por debajo del 10 por ciento, no estamos importando inflación a través del euro, y, por consiguiente, deberíamos continuar con nuestra agenda interna.

#### NOTA

(1) El autor es el economista jefe del Dresdner Bank Group.

### Falto de apoyos, el euro prosigue la baja

(James Connel, en *Herald Tribune* de 26 de abril)

Con un euro a la baja alcanzando un récord mínimo sin que se hayan detectado razones fundamentales, los analistas han advertido que la moneda podría verse sumida en una "espiral viciosa" basada puramente en una falta de confianza.

El euro se estaba cotizando a 91,97 centavos de dólar al término de la jornada, el martes, en Nueva York, frente a 93,85 centavos el día anterior. La moneda única europea ha bajado alrededor del 10 por ciento este año, y del 22 por ciento desde que fue creada en Enero de 1999.

Existen razones concretas para la fortaleza del dólar. La economía de Estados Unidos está creciendo a alrededor del doble de la de la zona euro, y los tipos de interés están mucho más altos, lo que significa que los depósitos en dólares son más atractivos que los efectuados en euros.

Y lo que es tal vez más importante, la bolsa norteamericana parece increíblemente resistente, a pesar de sus elevadas cotizaciones y de su volatilidad. En las últimas operaciones realizadas el martes, el índice Nasdaq subió el 5 por ciento, con lo que compensó en exceso su caída del día anterior.

Pero no existe una causa inmediata que explique la caída del euro del martes. Un economista del Deutsche en Londres dijo que el nivel del euro hace tiempo que ha dejado de moverse por razones racionales y fundamentales. "Cuanto más cae la moneda europea más riesgo corre de caer en un círculo vicioso, en el que la acción está movida por el sentimiento, y el sentimiento lo está por la acción de los precios".

El jueves será una día crucial para el euro. El Banco Central Europeo se reunirá para establecer los tipos de interés, y la mayoría de los analistas espera el incremento en un cuarto de punto. Tal incremento tendría por objeto hacer frente a la presión inflacionista, pero no será suficiente para estimular la moneda.

También el jueves el gobierno norteamericano hará la primera estimación del PIB para el primer trimestre. Los analistas esperan que la tasa anual se acerque al 7,3 por ciento que alcanzó en el cuarto trimestre, lo que significa que las autoridades monetarias casi con seguridad elevarán los tipos en medio punto

porcentual cuando se reúnan el 16 de Mayo. La Reserva Federal ha elevado los tipos desde Junio, siempre con incrementos de un cuarto de punto.

Un estratega de J. P. Morgan ha dicho que un descenso del euro a 90 centavos era perfectamente posible. También habló de la posibilidad de que la subida de los tipos sea de medio punto cuando el correspondiente comité de la Reserva Federal celebre su próxima reunión, añadiendo que tal decisión podría debilitar al dólar lesionando los valores norteamericanos.

Todos los expertos han criticado a las autoridades europeas por mantenerse sin actuar, diciendo que en una atmósfera en la que la tónica ha sido la falta de ilusión por el euro, especialmente en Alemania, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales necesitaban empezar transmitiendo el mensaje de que Europa necesita una moneda más fuerte.

### El BCE, incapaz de contener la baja del euro

(Tony Barber, en *Financial Times* de 27 de abril)

Para el Banco Central Europeo, un aspecto particularmente desconcertante de la caída del euro en los mercados de cambio extranjeros es que nada de lo que el BCE dice o hace parece capaz de invertir la tendencia.

Se cree que la junta de gobierno del BCE elevará los tipos de interés hoy 0,25 ó 0,50 puntos porcentuales. Esta sería la cuarta subida consecutiva desde noviembre, situando el importante tipo de referencia en el 3,75 o en el 4 por ciento.

Sin embargo, incluso esta medida, si se adopta, puede que no reactive el euro, el cual ha perdido más del 10 por ciento de su valor frente al dólar desde que el BCE empezó su curso de contraer el crédito, hace casi seis meses.

“Durante semanas, el BCE ha preparado a los mercados para un nuevo aumento de los tipos”, dice un economista del Dresdner Bank. Sin embargo, “tardará tiempo en que cambien las percepciones de los inversores sobre el potencial de crecimiento de la zona euro. De ahí que no se puedan esperar subidas de los tipos que proporcionen un apoyo substancial al euro”.

Los 17 miembros de la junta de gobierno han dejado claro, desde Febrero, que no están satisfechos con la debilidad del euro. Constantemente, dicen que el tipo de cambio exterior del euro no refleja las perspectivas económicas positivas de la zona euro, y que esperan que la divisa, más pronto o más tarde, se recuperará de sus pérdidas.

Sin embargo, el BCE no ha insinuado en ningún momento que esté contemplando la posibilidad de una intervención directa en el mercado para sostener al euro. Para muchos agentes de cambio extranjeros,

esto significa que el euro es una moneda de una sola dirección: para abajo.

“Estamos observando los acontecimientos con preocupación, pero no con pánico”, dijo ayer el gobernador del banco central de Austria, Klaus Liebscher. “Somos un grupo de gente sensible, y no ganaríamos nada difundiendo el pánico”.

Algunos agentes monetarios creen que el euro, que registró un récord a la baja de 0,9160 el martes, podría caer pronto a 0,90 dólares –más del 23 por ciento por debajo de su valor de salida, hace 16 meses (1,1747 dólares). Dicen que incluso si el BCE eleva los tipos de interés, la subida potencial podría verse anulada del todo si los datos que se espera que se publiquen hoy muestran un crecimiento poderoso de la economía norteamericana.

Esto plantea uno de los problemas fundamentales de la moneda única europea: la percepción del mercado que Estados Unidos obtiene mejores resultados que la zona euro porque los gobiernos se están mostrando muy lentos en la reforma de sus mercados de trabajo y de sus sistemas laborales y fiscales.

A lo largo de la semana de Pascua, cinco importantes figuras alemanas dieron a conocer este punto de vista. Eran Theo Waigel, el exministro de Hacienda; Jurgen Donges y Horst Siebert, dos asesores económicos del gobierno; Michael Fuchs, presidente de la Asociación Alemana para las Ventas al Por Mayor y Comercio Exterior; y Hans-Olaf Henkel, presidente de la Confederación de la Industria Alemana.

“Los mercados de capitales tienen poca fe en la capacidad de reforma de los tres principales países de Eurolandia: Alemania, Francia e Italia”, dijo Henkel. “Sobre todo, estos tres países tardan demasiado en reducir sus deudas”.

Los mercados están también confusos por las muestras de que Europa, lejos de evolucionar hacia una unidad económica coherente, está todavía dividida en materias políticas.

La última señal se produjo ayer, cuando Hans Reckers, un miembro del Bundesbank, dijo que Grecia no debería incorporarse a la zona euro el próximo Enero porque no reúne las condiciones sobre inflación y disciplina presupuestaria de una manera sostenible.

Cada día más, políticos y economistas de Alemania, el más importante país de la zona euro, critican a otros países, designándolos por su nombre, por la debilidad del euro, rompiendo así la regla no escrita de que todos los 11 Estados miembros están en el mismo bote y no deberían ser citados individualmente para ser criticados.

### La vuelta de la inflación

(*Le Monde* de 23-24 de abril. Editorial)

Las recientes tribulaciones del Nasdaq y el mini-

crash de los valores tecnológicos han eclipsado un acontecimiento económico de consideración: el regreso de la inflación. En Estados Unidos, los precios al consumo han subido a un ritmo anual del 5,8 por ciento en el primer trimestre, lo que equivale al doble de lo registrado en los tres primeros meses del año 1999. En la zona euro, los precios han aumentado, hasta finales de Marzo, en el 2,1 por ciento anual, es decir, más de la cifra límite (2 por 100) establecida por el Banco Central Europeo. No hay nada catastrófico, por ahora, en esas cifras. Quedan lejos los niveles alcanzados durante los decenios 70, 80 e incluso los primeros años 90.

No importa. Los muy numerosos economistas que habían anunciado la muerte de la inflación se muestran hoy más discretos. Sin embargo, el caso es que no habían cesado de explicar que el nuevo estado de la economía mundial evitaría todo incremento de los precios. Las mejoras de la productividad, unidas a la revolución tecnológica, por un lado, y la mayor competencia entre las empresas resultante de la globalización de los intercambios comerciales, por el otro, estaban destinados a proteger a la economía frente a la vuelta de la inflación. Lo que se necesitaba, por consiguiente, era prevenir contra los riesgos de la deflación.

Esta posición teórica se halla hoy en peligro. En Estados Unidos, la escasez de mano de obra, propicia a las reivindicaciones salariales, y el frenesí consumidor de las familias –con el exceso de demanda que suelen acompañarlo– suponen tensiones sobre los precios. En Europa, la debilidad del euro y la subida de las cotizaciones del petróleo provocan el mismo fenómeno.

El “milagro” económico norteamericano ha mostrado, durante nueve años, que una viva progresión de los precios no es la condición de una prosperidad excepcional, y que, por el contrario, su estabilidad favorece un crecimiento durable. Ahí está, teóricamente, la misión que corresponde a los bancos centrales. Pero éstos parecen desbordados por el incremento brusco e imprevisto de los precios.

Mientras, por un lado, los bancos centrales pretenden disponer de mucho tiempo por adelantado –cerca de dos años– para preservar la estabilidad de la moneda, resulta que ahora tratan de cerrar con precipitación la brecha inflacionista que se acaba de abrir. Endurecen su actitud y anuncian subidas de los tipos. Esta reacción tardía indica hasta qué punto los bancos centrales, así como los inversores, se han dejado llevar por el discurso, “económicamente correcto”, sobre la muerte de la inflación.

Impotentes para contener la “inflación” de los activos financieros, es decir, la fuerte subida de los mercados bursátiles, y para evitar la formación de una burbuja especulativa, las autoridades monetarias deben demostrar ahora que por lo menos son capaces de parar la elevación de los precios al consumo. Su tarea no será fácil. Como gustaba decir el antiguo presidente del Bundesbank, Karl Otto Pöhl, la inflación tiene un punto en común con la pasta dentífrica: es fácil sacarla del tubo, pero es muy delicado introducirla de nuevo.

## Mejoran las previsiones del FMI

(Alan Friedman, en *Herald Tribune* de 13 de abril)

Con las palabras “un cambio notable” después de las incertidumbres que siguieron a la crisis financiera asiática, el Fondo Monetario Internacional hizo público el miércoles el pronóstico de crecimiento global para el año, estableciéndolo en un exuberante 4,2 por ciento.

El Fondo dijo que las perspectivas para la economía mundial eran “fuertes y claramente positivas” para el 2000 y siguientes.

Las estimaciones del FMI, alimentadas sobre todo por la economía norteamericana y por una recuperación mayor y más rápida de lo esperado en Asia, representa una mejora de cerca de un punto porcentual respecto a lo que el mismo Fondo había previsto, seis meses atrás. Respecto al 2001, el fondo ha dicho que el crecimiento global sería todavía del 3,5 por ciento. La economía mundial creció un 3,3 por ciento en 1999.

Michel Mussa, el primer economista del FMI, ha dicho que la recuperación asiática ha sido tan fuerte que ni siquiera el Fondo la había previsto.

El mismo Mussa, sin embargo, transmitió ciertas advertencias. En una conferencia en Washington dijo que la Reserva Federal de EU puede verse obligada a elevar los tipos de interés más de la mitad o tres cuartos de un punto porcentual que es lo que se esperaba para este año. El problema, según Mussa, es cuánto deberá contraerse la política monetaria para que el crecimiento prosiga al ritmo estable actual.

El tipo actual de los *federal funds* es ahora del 6 por ciento, y es probable que aumente hasta el 6,5 o el 7 por ciento antes de terminar el año en curso.

A corto plazo, las perspectivas son muy favorables para la economía norteamericana, previendo un crecimiento del 4,4 por ciento este año y del 3 por ciento en 2001.

Para los 11 países de la zona euro se prevé un crecimiento del 3,2 por ciento para el 2000 y el 2001, después de obtener un resultado de +3,2 por ciento de crecimiento medio en 2000 y 2001, es decir, bastante más que el 2,3 por ciento en 1999, según el *Outlook* bianual del Fondo. La economía alemana crecerá un 2,8 por ciento este año, y Francia un 3,5, también en el año actual. El crecimiento de Gran Bretaña será del 3 por ciento en 2000, y 2,7 por ciento el de Italia.

Japón, en cambio, sigue teniendo problemas. El crecimiento de este país se prevé sea del 0,9 por ciento, frente al 0,3 por ciento en 1999.

Mussa, por otra parte, estimó un 6,6 por ciento el probable crecimiento de los nuevos países industriales de Asia en 2000, con un 7 por ciento para China y 6,3 por ciento para la India.

La mayor parte de Iberoamérica, encabezada por la recuperación de Brasil y una sólida economía mejicana, crecerá apreciablemente. Para Brasil se espera

un crecimiento del 4 por ciento este año, y del 4,5 por ciento en 2001. Las cifras para Méjico son de 4,5 por ciento en el 2000, y del 5,3 por ciento el año próximo. Iberoamérica, sin embargo, sigue con la posibilidad de una caída de las entradas de capital y, por otra parte, continua sin exportar todo lo que debiera.

Por lo que se refiere a las perspectivas globales. Mussa dijo que los que se creen "víctimas de la globalización" están equivocados. En vez de ser un problema, dice el informe, "la globalización es una parte indispensable de la solución".

## La Europa de los banqueros

(*Le Monde* de 4 de abril. Editorial)

La compra del Crédit Commercial de France (CCF) por el banco chino-británico Hong Kong and Shanghai Banking Corporation es un acontecimiento financiero de gran importancia. Por primera vez, un importante establecimiento de crédito francés —y, además, uno de los más prestigiosos— pasa a estar bajo pabellón extranjero con la bendición de los poderes públicos y de los poderes del mercado. La operación marca, de hecho, el fin del *soberanismo* (*souveranisme*). Muchos son los que se ofuscarán, de la misma forma que habían denunciado, durante el verano de 1999, la batalla que había opuesto a la BNP, la Société Générale y Paribas, así como la incapacidad de los dirigentes políticos y financieros para imponer una matrimonio a *trois* para dotar a Francia de un campeón nacional. El ministro del Interior, Jean-Pierre Chevènement, había evocado entonces "un atentado contra el interés nacional", representado, según él, por "el reagrupamiento más amplio posible exigido por la promoción y la defensa de nuestros intereses económicos en la mundialización".

Después de haber él mismo dudado en el plano ideológico, su colega de Hacienda, Dominique Strauss-Kahn, había terminado por responder que en la hora del euro y de la libre circulación de los capitales, la defensa de una excepción en el sector financiero y la concepción de un nacionalismo bancario con miramientos ya no tenían sentido. "Las alianzas europeas son bien recibidas por los bancos franceses", había dicho aquel en el otoño de 1999. Al dar luz verde a la adquisición del CCF por HSBC, el gobierno se muestra fiel a su palabra. Hay que felicitarle por ello, igual que hace falta celebrar el espíritu de apertura y de modernidad que sostiene su doctrina.

El amor propio nacional habría sin duda preferido que la operación hubiese tenido lugar en sentido inverso, es decir, que un establecimiento francés hubiese adquirido el control de una casa extranjera y se implantase en otro país europeo. Pero, como consecuencia de los tumultos y de los retrasos en que se ha incurrido, no se puede más que constatar que los bancos franceses, hoy día, disponen de medios débiles en relación con sus homólogos internacionales. Con su capitalización bursátil de 37 m.m. de euros, el "gigante" PNB-Paribas no ocupa más que el puesto número 10 en el Viejo Continente, superado sobre todo por dos establecimientos españoles: BBVA y BSCH.

Al dar su conformidad al acercamiento CCF-HSBC, el gobierno francés da por lo menos una posibilidad a los bancos franceses de fortalecerse en Europa y de elevarse al nivel de los más grandes. Los otros Estados de la Unión difícilmente podrán evitar plegarse a la regla de la reciprocidad. París abre sobre todo las puertas a la constitución de grandes establecimientos europeos, capaces de rivalizar en la escena financiera mundial con las grandes casas mundiales, hoy todopoderosas. Que no se disgusten los soberanistas. Es con matrimonios transfronterizos como el del francés CCF y el británico HSBC cómo la Europa financiera y la Europa pura y simple se están construyendo.

## El retorno de la inflación

(*Financial Times* de 28 de abril. Editorial)

La inflación está de vuelta. En los tiempos que siguieron a la crisis económica de Asia, las autoridades monetarias no estuvieron preocupadas por presiones sobre los precios. Durante algún tiempo, la principal preocupación fue evitar la deflación. Pero la subida de ayer de los tipos de interés por el Banco Central Europeo, junto con los datos sobre las señales de un crecimiento excepcional de la demanda en Estados Unidos, son parte de un cuadro de una contracción monetaria global, destinada a contrarrestar una amenaza renovada de subidas de precios.

La subida por el BCE de un cuarto de punto de los tipos no fue una sorpresa. El crecimiento de la producción a lo largo de la Europa continental se ha acen tuado. La debilidad del euro y los altos precios de la energía presionan sobre los precios del productor en particular, incluso si esto no se ha trasladado al nivel general de los precios. Ajustar la política monetaria a una situación menos acomodaticia fue una respuesta adecuada.

Mientras tanto, la información hecha pública ayer en Estados Unidos supuso la mejor prueba de sobrecalentamiento y de presiones sobre los precios. El PIB en el primer trimestre de 2000 subió a una tasa anual del 5,4 por ciento. Esto fue menos que en el trimestre anterior, en gran parte por la menor inversión en *stocks*. Pero el gasto de los consumidores se incrementó en un enorme 8,3 por 100, el mayor desde 1983. La inversión también subió, con lo que quedó claro que los cinco aumentos de un cuarto de punto de los tipos de interés decididos desde mediados de 1999 han sido insuficientes para contener el crecimiento de la demanda.

Hasta hace poco, el fuerte crecimiento fue algo que debía ser celebrado, no temido. La economía de Estados Unidos parecía estar en condiciones de continuar creciendo a cualquier tasa sin disparar la inflación. La reciente subida de los índices de los precios al consumo, que provocó una caída de los precios de las acciones en todas partes, fue la primera señal de que aquello ya no es verdad. Ayer se completaron las pruebas. El índice de precios de las compras internas, un medidor amplio de la inflación, está subiendo a una tasa anual del 3,2 por ciento. La contracción del mer-

cado laboral está presionando para arriba el índice del coste del empleo, que subió un 1,4 por ciento en el primer trimestre del año frente a los tres meses precedentes.

La fuerza del crecimiento norteamericano y la perspectiva de una nueva y significativa contracción monetaria por la Reserva Federal, explica claramente las posiciones relativas del dólar USA y del euro. Pero el dólar parece más vulnerable de lo que ha sido hasta ahora. Si los activos norteamericanos pierden algo de su atractivo, podría producirse una menor entrada de flujos de capital, debilitando al dólar y elevando los precios.

Los miembros del Open Market Committe de la Reserva Federal deben estar preguntándose ahora si han dado demasiado valor a las promesas de una nueva economía, a expensas de las pruebas de desequilibrios económicos serios. La cuestión es si, dada la situación que se ha creado, Alan Greenspan puede estar seguro de diseñar un aterrizaje suave.

### De la "nueva economía" a la "nueva sociedad"

(Lucas Delattre, en *Le Monde* de 6 de mayo)

El debate sobre la "nueva economía" ha sido ya superado en Estados Unidos. Incluso la Reserva Federal, uno de los últimos bastiones del escepticismo, reconoce hoy que las nuevas tecnologías de la información han permitido, ciertamente, obtener nuevos márgenes de productividad que permiten combinar de forma duradera un fuerte crecimiento, pleno empleo y baja inflación. Desde luego, las últimas cifras de la inflación alimentan temores. Sí, la perspectiva de un crash bursátil no debe descartarse. No importa: los norteamericanos han dejado de interrogarse sobre los datos de base de un fenómeno que modifica en profundidad las estructuras de la economía y multiplica sus capacidades productivas.

"Ha llegado a ser más y más difícil negar que alguna cosa profundamente diferente en relación con los ciclos económicos de después de la guerra ha aparecido en el curso de los años más recientes (...). Aparentemente, las empresas dudan de aumentar sus precios, por el temor de que sus competidores les quiten parte del mercado, invirtiendo en procedimientos que les permitan producir a un menor coste", decía Alan Greenspan, presidente del banco central norteamericano, con ocasión de un reciente simposium económico organizado en la Casa Blanca por Bill Clinton. Este último, sin ser un usuario reconocido de Internet, se califica a sí mismo desde hace algunos meses como un adepto de la "New Economy" (concepto aparecido por primera vez en los discursos oficiales en 1994, para generalizarse a partir de 1997). Esa economía nueva, con su enorme potencial de creación de riqueza, ofrece a los demócratas un argumento de peso en la campaña electoral en curso.

El debate, en adelante, no es ya de orden económico. Ya no hay querellas de expertos a propósito de los componentes de base de la "nueva economía". Or-

todoxia presupuestaria, flexibilidad monetaria, apertura comercial, desregulación de los mercados, flexibilidad del empleo... El conjunto del mundo desarrollado, a pesar de las sutilezas que se observan aquí y allá, adopta de cara al futuro, más o menos conscientemente, esas recetas venidas del otro lado del Atlántico, recetas que han sido teorizadas desde hace diez años por los abogados del "nuevo crecimiento".

Éstos, frecuentemente jóvenes economistas de la Costa Oeste, como Paul Romer, han rehabilitado las tesis de Joseph Schumpeter sobre la "destrucción creadora" e insistido sobre el papel fundamental de la innovación en el proceso de creación de riqueza. Así como la macroeconomía tradicional razonaba (después de Keynes) como si el mercado fuera un instrumento entre otros en la caja de herramientas de la política económica, esos teóricos del "crecimiento endógeno" han concebido más espacio a la microeconomía, erigiendo la figura del empresario en el centro de las preocupaciones.

¿Puede todo el mundo llegar a ser empresario o creador de innovaciones? Lo que está en juego en la "nueva economía" es de este orden, y es algo eminentemente político. El individualismo triunfante libera las energías, extiende las fronteras de lo posible pero al mismo tiempo hace urgente la definición de un nuevo contrato social. Con la explosión de las stock-options y el incremento de las diferencias salariales en Estados Unidos, la adopción de un nuevo modo de reparto de la riqueza se convierte en una prioridad. Tanto mejor si se crean más bienes, pero ¿cómo hacer que participe el mayor número posible de personas? Esta es la cuestión que empieza a plantearse en el otro lado del Atlántico. Bill Clinton subraya desde hace varias semanas que le inquieta el "digital divide", esa "fractura social" que aparece con el acceso desigual de unos y otros a las nuevas tecnologías.

"Nueva economía, siempre la misma vieja historia", escribe esta semana en la revista "American Prospect" Robert Kuttner, un economista próximo al Partido Demócrata. Sus argumentos: "En el curso del último gran boom económico, de 1948 a 1973, conocimos una duplicación de los salarios reales en Estados Unidos... hoy, si bien los asalariados ordinarios registran una ligera mejoría desde 1996, los salarios reales de los obreros son menos elevados que en 1979". Se replicará a Robert Kuttner que el alza de las cotizaciones bursátiles ha permitido a la mayoría enriquecerse. Él responde que la mayor parte de las familias ha aumentado sus rentas por el endeudamiento, y que "uno de cada cien americanos en los alto de la escala posee el 40 por 100 de los activos bursátiles".

Se sabe que existe desde hace diez años, en los países ricos, una polarización cada día más grande entre las rentas de las personas cualificadas y las de los no cualificados. En Estados Unidos, los salarios relativos de los trabajadores menos cualificados no han aumentado desde el inicio de los años 80. El Reino Unido ha conocido una diferencia salarial comparable. En los otros grandes países europeos, si las disparidades son menos grandes, el paro es igualmente más elevado.

En el nuevo crecimiento, son el saber y el capital

intelectual los que se han convertido en factores determinantes. La "economía de lo inmateral" no está limitada por ninguna razón de rareza: el saber es el único recurso que no se adopta a través del consumo sino que, al contrario, se enriquece a través de él. "El saber puede acrecentar la rentabilidad de la inversión, la cual puede, a su vez, contribuir a la acumulación de conocimientos por el hecho de que estimula la adopción de métodos más eficaces de organización de la producción, así como la mejora de los productos y los servicios. "Esto puede así dar lugar a un crecimiento duradero de la inversión que puede traducirse en una progresión continua de la tasa de crecimiento de un país", escribía la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económicos (OCDE) en 1996.

¿Cómo conseguir que la mayor parte acceda a la educación? La cuestión se plantea a escala planetaria, como acaba de confirmar el Foro mundial sobre la educación reunido en Dakar a invitación de la Unesco. En los países desarrollados, la educación ha llegado a ser, en el espacio de 10 años, el expediente prioritario de todos los gobiernos, un expediente por lo menos tan importante como la moneda, la defensa o los asuntos sociales. "Educación, educación, educación", era el grito de guerra electoral de Tony Blair en 1997. El futuro del sistema educativo norteamericano está en el centro de la campaña electoral de este año.

Después de varios años, los pensadores de la "nueva economía" han planteado una ecuación difícil de resolver: si el empresario dispone de una mayor libertad de despido para adaptarse al cambio, el empleado ha de tener también libertad en la elección de su empleo, libertad que no puede serle ofrecida más que a través del acceso a la educación y a la formación "a lo largo de toda su vida". Esta nueva sociedad del saber es mucho más lenta y difícil de establecer que una "nueva economía" que vuela ya con sus propias alas.

Según Gene Sperling, uno de los consejeros económicos del presidente Clinton, las empresas serán llamadas en el futuro a hacerse cargo de un parte excesivamente más importante de la formación de los asalariados. La escasez de mano de obra en el contexto del pleno empleo va a incitarlas a ello. Las restricciones presupuestarias a nivel de Estado, por otra parte, no son favorables a que nuevos recursos sean destinados a la educación. Confiar una parte de la educación al libre juego del mercado no parece adecuado, pero es una de las consecuencias naturales de la "nueva economía".

Otra cuestión: la inmigración. Bien se trate de Estados Unidos, bien de Alemania, se ha escogido favorecer la "importación" de los mejores cerebros del mundo entero. En Estados Unidos, esta solución es defendida, sobre todo, por el banco central norteamericano, que ve en ello una respuesta ideal a los riesgos de inflación ligados a la escasez de mano de obra. Las sociedades desarrolladas ¿van a adoptar a gran escala el modelo de Silicon Valley, donde las empresas más florecientes han sido frecuentemente fundadas por chinos o indios?. Si tal es el caso, les hará falta inventar soluciones para que los circuitos del saber no se concentren definitivamente en los países ricos. El objetivo,

utópico, es permitir el establecimiento a nivel mundial de una "nueva economía" del conocimiento.

## Europa se vigoriza

(*The Economist* de 29 de abril. Editorial)

Cuando Estados Unidos disfruta las recompensas de su vibrante "nueva economía", Europa, aparentemente, va arrastrando, incapaz de cambiar, su vieja y cansina economía. Sin embargo, si el panorama se contempla desde más cerca, las economías y las empresas europeas muestran señales prometedoras de mejora.

Empecemos con las economías. Los norteamericanos se quejan de que su enorme déficit corriente es debido en parte al débil crecimiento de Europa. ¿Débil? El área del euro creció a una tasa anual de casi el 4 por ciento en la segunda mitad del año pasado, y todo parece indicar que prosigue a este ritmo en lo que llevamos de año. Es verdad que la economía norteamericana sigue creciendo todavía más deprisa, pero es poco probable que dure el ritmo más reciente. Estados Unidos, al revés que Europa, no tiene capacidad sobrante, y su crecimiento ha creado ya desequilibrios alarmantes, como es el caso de la explosión de la deuda del sector privado y un déficit récord de su balanza por cuenta corriente.

No sólo el crecimiento ha aumentado en la Europa continental, sino que han empezado a aparecer nuevos empleos. De hecho, durante los pasados dos años, el empleo ha crecido todavía más deprisa que en Estados Unidos, reduciéndose el paro en el área del euro al 9,5 por ciento, frente al 11,7 por ciento en 1997. El débil euro ha traducido una gran parte de su potencial en actividad. Combinado esto con la moderación salarial, todo junto ha hecho que los exportadores europeos sean más competitivos que en cualquier momento anterior desde mediados de los años 1980. Pero la reducción del paro también refleja en parte la desregulación del mercado de trabajo en muchos países. A medida que las normas se han flexibilizado, más trabajadores han sido contratados, bien en empleos fijos bien en ocupaciones parciales. Un incremento de este último tipo de empleos explica en parte porqué la mejora de la productividad se ha reducido, justo como ocurrió en Norteamérica en los primeros años 90.

Por lo se refiere a la debilidad del euro, no es problema en sí mismo: una moneda fuerte no es el símbolo de virilidad económica. El deslizamiento del euro será preocupante sólo si hace subir el precio de las importaciones y, de ahí, la inflación. Esto puede que empiece ya a ser una realidad: en el año terminado en Marzo, la inflación del área euro subió al 2,1 por ciento. Es por esto por lo que el BCE elevó el tipo de interés en un cuarto de punto, situándole en 3,75 por ciento, el 27 de abril. Pero unos tipos de interés más altos difícilmente asfixiarán el crecimiento, toda vez que las condiciones monetarias generales (teniendo en cuenta el débil euro) permanecen bastante laxas.

Hasta ahora, la recuperación ha sido en gran parte

cíclica, llevada por unos tipos de interés bajos, un euro barato y una fuerte demanda global. Para que el rápido crecimiento pueda ser sostenido, Europa necesita, bien mejorar la productividad, bien absorber su gran masa de mano de obra no utilizada (los que prefieren no trabajar y los oficialmente sin empleo). Sólo el 60 por ciento de la población en edad de trabajar en el área euro tienen empleo, frente al 74 por ciento en Norteamérica. Si Europa elevara su tasa de empleo a los niveles norteamericanos gradualmente a lo largo de un período de 20 años, esto podría elevar el potencial productivo de la región en 1 punto porcentual, incluso en el caso de que el crecimiento de la productividad permaneciera inalterado. Pero hay razones para esperar que la productividad también aumentará.

Una revolución se está produciendo en todos los consejos de administración de Europa. La puesta en marcha del euro y la consiguiente creación de un mercado de capitales único, junto con la competencia global, están obligando a los gestores a elevar sus tipos de retorno. Las compañías del continente se mueven más deprisa de lo que cualquiera hubiera podido imaginar unos pocos años atrás.

Al mismo tiempo, el euro ha puesto de manifiesto la fragmentación de la industria europea, lo que se ha traducido en una abundancia de fusiones. La explosión de absorciones hostiles ha dado a Europa algo de la ausencia de límites que Estados Unidos conoció a últimos de los años 1980. Y es un hecho evidente que la gestión de las empresas europeas está ganando en rivalidad. A medida que los mercados de capitales, más que las firmas bancarias, se convierten en la principal fuente de financiación de las empresas, las estructuras del viejo poder europeo se derrumban.

Las compañías europeas deben hacer más. Todavía tienden a ser más jerarquizadas que las firmas norteamericanas y menos dispuestas a conceder autonomía a divisiones tecnológicas de rápidos movimientos. El reto real será encontrar nuevas fuentes de crecimiento provechoso, algo que las firmas norteamericanas, que redujeron efectivos ("downsized") años atrás, están en condiciones de realizar ya.

Los gobiernos también necesitan hacer más para concentrar el progreso en el marco de los consejos de administración. Europa es aún una confusión de regulaciones que asfixian a las firmas y desaniman a los nuevos empleos. Crear una nueva empresa es aún mucho más caro y requiere más tiempo que el Norteamérica. Los elevados impuestos desaniman la asunción de riesgos (en Francia, las dos terceras partes de los beneficios sobre stock options se lo lleva el recaudador de impuestos). En Alemania, la competencia está obstruida por regulaciones absurdas. Los horarios de apertura de los comercios están todavía limitados, y las tiendas tienen prohibido hacer descuentos u ofrecer garantías vitalicias.

Las firmas europeas se están reestructurando en un medio mucho más duro que el de sus equivalentes norteamericanas. Salvo en el caso de que los gobiernos sigan flexibilizando las normas sobre el trabajo y sobre el mercado de productos, las compañías europeas podrían acabar bajo una dura presión de las bol-

sas de valores para que mejoraran sus beneficios, pero sin que se les permitiera hacer esto por legislación protectora. Esto se sumaría a los ya numerosos casos de firmas que han trasladado la producción fuera de la UE a lugares con menores costes y menos regulados.

Los gobiernos y los gestores, claramente, tienen todavía mucho por hacer, pero por lo menos se producen ya cambios. Sí, Europa todavía está atrasada respecto a Norteamérica. Pero esto, a su vez, amplía en campo para alcanzar a los de delante. Si aprovecha esta oportunidad, Europa podría convertirse en una verdadera nueva economía.

## Adelante con la nueva economía

(Peter Norman, en *Financial Times* de 27 de marzo)

No fue la falta de superlativos lo que faltó al fin de la cumbre de la Unión Europea celebrada en Lisboa el viernes pasado.

"La reunión ha superado mis mayores expectativas", declaró Antonio Guterres, el primer ministro portugués y presidente de la cumbre, cuando detalló la nueva estrategia de la UE para llegar a ser la "más competitiva y dinámica economía del mundo basada en el conocimiento, en 2010".

Para Guterres, el Consejo de Ministros de Lisboa (como las cumbres de la UE se suelen llamar) fue incluso más significativo que el catálogo final de obligaciones y objetivos para promover la sociedad "dot-com", modernizar los sistemas de protección social de Europa y alcanzar a Estados Unidos en la creación de empleo y en prosperidad.

La reunión supuso un enfoque completamente nuevo de la forma de hacer política en Europa, con el Consejo Europeo tomando la iniciativa. Lo que ofreció es que los políticos tomen el control de la economía, así como el del cumplimiento de la política económica.

El entusiasmo de Guterres fue comprensible. La reunión de Lisboa fue una demostración impresionante de una nueva forma de gobernar en Europa que ha predominado a lo largo del pasado año.

La reunión mostró cómo los 15 líderes son ahora capaces de establecer unos objetivos de estrategia política ... Asumiendo una responsabilidad para supervisar el cumplimiento de sus compromisos, los líderes dejaron claro que Lisboa no sería un acontecimiento sin seguimiento, algo que sería pronto olvidado. Al adoptar una estrategia basada en extender las mejores prácticas con fechas de vencimiento, indicadores y puntos de referencia, los líderes optaron por dar preferencia a los mercados en vez de seguir con la tradición europea del *dirigisme*.

Las discusiones de Lisboa mostraron una gran predisposición para adoptar cambios. Göran Persson, el primer ministro sueco, se refirió a la forma cómo su país entró en la UE en 1995, cuando Suecia se sintió en los confines a causa del énfasis que puso en el empleo,

la nueva economía y la sociedad de la información. Ahora, Suecia se sentía "en el centro".

Romano Prodi, el presidente de la Comisión europea, no tenía dudas de que los líderes de la UE estaban destruyendo tabúes al obligarse a modernizar el modelo social europeo.

Debería ser fácil encontrar fallos en las conclusiones sobre problemas sociales. Hay sólo dos propuestas sociales con fechas límite claras. Eso se compara con las más de 20 que hay para completar el mercado único y desarrollar la economía de la alta tecnología e Internet. Muchos trabajos importantes –tales como las reformas de las pensiones y del sistema de educación– sólo pueden salir adelante después de los informes de los expertos.

Pero el significado de la decisión de los líderes sobre los sistemas de pensiones no debería ser infravalorado. Recordando la cumbre de Florencia de Junio de 1996, cuando él era primer ministro de Italia, Prodi dijo: "Era imposible entonces entrar en el tema. Como máximo, dos o tres de los participantes aludieron al problema. Todo el mundo puede ver cómo ha cambiado la situación en sólo cuatro años".

Aunque la mayor parte de los gobiernos de la UE son de centro izquierda, Lisboa fue testigo de lo que Tony Blair llamó "un mar de cambios en el pensamiento económico de la UE", lejos de la regulación social, y dirigido hacia la innovación, la competitividad y el empleo.

Uno de los episodios más intrigantes de la reunión, según uno de los participantes, fue el de Blair y Massimo D'Alema, el primer ministro italiano y antiguo comunista, intentado persuadir a Lionel Jospin, el primer ministro de Francia, de los méritos de la liberalización.

Tales debates entre líderes se han convertido en un gran y efectivo instrumento para definir la política de la UE. Durante los pasados 12 meses, los líderes han conseguido:

— Aprobar la Agenda 2000, que es como aprobar el presupuesto hasta 2006.

— Mantener un frente unitario durante la guerra de Kosovo.

— Definir planes para una fuerza de intervención rápida para el caso de que la UE lo necesite.

— Acordar una estrategia para la ampliación de la UE hasta 28 miembros, con la adhesión de nuevos miembros del Este y del Sur de Europa.

La nueva preeminencia refleja en parte las deficiencias de otras piezas de la máquina de adoptar decisiones. La Comisión, aunque representó un papel importante en la preparación de las dos últimas cumbres, todavía sufre de la resignación en masa del ejecutivo de Santer, hace un año. El Consejo de asuntos generales, la reunión mensual de antiguos ministros de Asuntos Exteriores, no tiene mucho prestigio, y tiende a tras-

ladar las cuestiones contenciosas a las cumbres, para que sean éstas las que decidan lo que proceda.

Incluso si las otras instituciones mejoran sus actuaciones, es probable que las cumbres tengan más peso. La decisión de Lisboa de establecer reuniones regulares cada primavera para supervisar la estrategia es particularmente significativa. Supondrá trabajo adicional, pero la mayoría de los primeros ministros parecen estar satisfechos con tales competencias de dirección.

La infraestructura diplomática está ya ahí. La cumbre genera ahora mucha diplomacia bilateral entre capitales. Gran Bretaña fue especialmente activa antes de la reunión de las últimas semanas, elaborando con otros Estados miembros lo esencial de nueve acuerdos sobre objetivos de Lisboa.

En el bullicio de actividad anterior a las cumbres, hubo una notable área de inactividad. En el pasado, un documento conjunto francoalemán establecía normalmente el tono de las discusiones. Esta vez hubo silencio por parte de Berlín y de París. Tampoco estuvieron Francia y Alemania entre los consocios en las reuniones con Blair que precedieron a la cumbre propiamente dicha.

La reticencia de Francia y Alemania es un recordatorio de que transformar Europa para hacer frente a los retos del siglo XXI no será una tarea fácil. La idea de establecer una fecha para liberalizar los sectores del gas, la electricidad, correos y el transporte quedó en nada debido a la resistencia francesa. Además, Gerhard Schroeder, el canciller alemán, más tarde dio su conformidad plena a la insistencia de Jospin a propósito de "una apertura ordenada" del mercado de los servicios públicos.

Schroeder recordó a la cumbre que la constitución federal de Alemania limitaba la capacidad de Berlín de insistir en los cambios de áreas tales como la educación, y dijo que él quería algunas salvaguardas para el sector público alemán en el creciente medio competitivo de Europa.

Pero Jospin dijo que no se resistía al cambio. Su preocupación se refería a la velocidad en áreas sensibles de la política económica francesa. "El cambio debe ocurrir de forma diferente en el sector público", dijo. Sectores tales como la energía y el transporte deben evolucionar de acuerdo con su propio medio pero no pueden ponerse de espaldas a la nueva economía.

Lo que significan tales reservas en la práctica será más claro más adelante, este año, cuando Francia acceda a su turno de la presidencia de seis meses con el objetivo de convertir las conclusiones de la cumbre de Lisboa en una Agenda social europea en la cumbre de Niza, en Diciembre.

El mensaje de Lisboa para la UE es positivo, pero sólo entonces conoceremos si es una señal a los empresarios para aprovechar todas las ventajas de la edad de Internet.

## Iberoamérica, crecimiento y desigualdad

(Serge Martí, en *Le Monde* de 29 de marzo)

"¡El BID pertenece a los ricos!". "¡Detengan las privatizaciones!". "¡Solidaridad para todos!". Animados por su éxito de Seattle, los opositores de la globalización –y de las instituciones internacionales acusadas de propagar un modelo económico único– siguen mostrando su desacuerdo. Después del *Forum* económico mundial de Davos, a finales de Enero, el banco Internacional de Desarrollo ha sido a su vez el blanco de los contestatarios, aunque en número reducido, es verdad. Eran 300 manifestantes frente a 700 congresistas llegados para asistir, del 26 al 28 de marzo, en Nueva Orleans, a la 41ª Asamblea General de la citada organización multilateral encargada de acelerar el desarrollo económico y social de Iberoamérica. Una institución que celebró en Diciembre de 1999 sus 40 años de existencia y que, en el curso de ese período, ha consagrado 103 m.m. de dólares a préstamos (de los cuales 95 m.m. el año pasado), destinados a proyectos industriales, agrícolas, tecnológicos, educativos y sanitarios, así como a programas de reforma del Estado, de estímulo para las pequeñas empresas y, sobre todo, de lucha contra la pobreza.

"Las desigualdades sociales que prevalecen en Iberoamérica son las más importantes del mundo, y constituyen una enorme barrera contra la cual tropieza el progreso económico de la región", dice el Banco Iberoamericano de Desarrollo en su informe anual de 1999, insistiendo en la necesidad de una política económica "socialmente responsable", junto a los esfuerzos emprendidos para promover el desarrollo. En este año 2000, el BID estará de nuevo en su puesto, ha dicho Enrique Iglesias, presidente del Banco, previendo, para los 12 meses en curso, una tasa de crecimiento del PIB del 3 por ciento, o incluso del 4 por ciento, como media para los 28 países de la región, después de alcanzar el 0,3 por ciento, solamente, en 1999, y el 2,3 por ciento el año precedente, en que el mundo iberoamericano no había sufrido todavía el efecto de la crisis asiática.

Entre los objetivos "ambiciosos" asignados por Iglesias a la institución el 27 de Marzo, con ocasión de la sesión de inauguración, figura la reducción a la mitad de la tasa de pobreza (actualmente el 40 por 100 de la población latinoamericana) y, a la inversa, doblar la tasa de crecimiento anual de la región para llevarlo al 6 por 100, como mínimo.

Marcado por un *crecimiento cero*, acompañado de una caída libre de los flujos de capital, caídos a menos de 50 m.m. de dólares (en saldo neto) frente a 72 m.m. el año precedente y a 80 m.m. en 1997, el año 1999 habrá sido también el año de las catástrofes naturales. Apenas recuperada del ciclón Mitch, la región ha sido azotada por otros huracanes y por lluvias torrenciales, que han afectado a las Bahamas, Méjico, el conjunto de América Central y, sobre todo, a Venezuela al acabar el año.

Todos los países iberoamericanos han sufrido pero no todos reaccionaron de la misma manera ante la cri-

sis. Estimulado por el crecimiento en flecha de Estados Unidos, Méjico ha registrado una progresión del 3,4 por 100 de su producto interior bruto en 1999, mientras que Nicaragua, pese a haber sido azotada por el ciclón Mitch, registró un crecimiento de 6,3 por ciento, siendo adelantada por la República Dominicana con un salto del 8 por 100 de su PIB. Brasil, con una subida del 0,4 por 100, ha superado finalmente mejor y más deprisa de lo previsto la crisis del real, pero numerosos países (Argentina, Chile, Colombia, Honduras, Paraguay, Uruguay y Venezuela) han tenido tasas negativas, siendo Ecuador el país más afectado.

Confrontado con un hundimiento del 7 por 100 de su PIB en 1999, a una depreciación del 193 por 100 de su moneda, a una tasa anual de inflación del 61 por 100 y aun desempleo del 20 por 100 (cifra oficial), este gran enfermo de América del Sur ha sido el primer país a tener que suspender, al fin del año, el reembolso de su deuda exterior. Por lo demás, Ecuador, que ha operado, en caliente, un cambio de presidente, ha decidido adoptar el dólar norteamericano como moneda oficial a fin de estabilizar una economía en bancarrota.

Esa "decisión desesperada", según las palabras de Alfredo N. Arizaga, exministro de Hacienda de Ecuador, que está en el origen de aquella, hace de este país iberoamericano el primero en haber optado por la "dolarización", reanudando el debate sobre esta disposición, pensada por varios países (Argentina), considerada como políticamente imposible por otros (Brasil), y que sigue siendo una cuestión sobre la cual la Administración norteamericana, así como la Reserva Federal, no han hecho aún su religión (sic).

"Ese tipo de decisión no responde sólo a una racionalidad económica; debe tener también en cuenta ciertas realidades políticas", dice por su parte Enrique Iglesias, quien se declara más bien a favor de la constitución, a plazo, de una moneda regional apoyada en una cooperación monetaria ampliada al conjunto del continente sudamericano.

La idea no es totalmente abstracta. Varias instituciones económicas de la región han pensado en la creación de un Fondo monetario regional destinado a atenuar el impacto de las futuras crisis monetarias internacionales y a facilitar la integración económica. El Fondo de reserva de Iberoamérica, constituido por los cinco miembros de la comunidad de los países andinos, ha propuesto que esa estructura sea extendida al conjunto del continente sudamericano. No se trata de hacer la competencia al Fondo Monetario Internacional, pero los países tienen también necesidad de un liderazgo regional, subrayan los iniciadores de ese proyecto.

En cualquier caso, en lo inmediato, es la recuperación regional la que se debe estimular. De ahí los 4,57 m.m. de dólares (de un total de 9,5 m.m. de nuevos préstamos) que fueron afectados en 1999 a los países más tocados por las crisis financieras de 1997 (asiáticas), de 1998 (rusa) y de 1999 (brasileña). El futuro es el salto tecnológico que, vía Internet, debería permitir al mundo latinoamericano bascular definitivamente hacia la modernidad y una prosperidad mejor distribuida.

"América XXI: los tecnólogos de la información al servicio de un desarrollo eficaz, equitativo y duradero". Este ha sido el lema de la Asamblea anual 2000 del BID. Un mensaje que se dirige a los 10,6 millones de internautas (de los que 3 millones son de Brasil) con que cuenta actualmente el continente sudamericano. En 2005, deberían ser 66 millones de iberoamericanos a estar conectados al "poblado global" ("global village").

## Malos tiempos a la vista

(*Financial Times* de 20 de mayo. Editorial)

Al principio de esta año, las perspectivas para la economía mundial difícilmente podían ser mejores. Las crisis financieras de Asia y de Rusia quedaban ya lejos, y el mundo industrial y el subdesarrollado presenciaban una notable recuperación. Las bolsas de valores estaban eufóricas. Las advertencias respecto al sobrecalentamiento de la economía norteamericana eran desoídas, dada la fuerza de la expansión de Estados Unidos.

En las pasadas semanas, sin embargo, algunas de las advertencias se han cumplido. El momento del cambio fue la publicación, el 14 de abril de las cifras de los precios al consumo, desfavorables en Estados Unidos. Todo esto desencadenó caídas en las principales bolsas del mundo, incluyendo un 10 por ciento de descenso del índice Nasdaq.

Desde entonces, las pruebas de sobrecalentamiento y de presiones de los precios en Estados Unidos se han ido manifestando sin cesar, lo que llevó a la subida de medio punto de los tipos de interés. Con unos todavía altos precios de las acciones que siguen alimentando el gasto en consumo, es difícil saber dónde acabará la contracción monetaria.

Los tipos de interés es probable que sigan aumentando también en las otras grandes economías mundiales. Un incremento de la inflación básica ha conducido a expectativas de una nueva subida de los tipos de interés de la zona euro el próximo mes. El ciclo contractivo puede que no haya acabado tampoco en el Reino Unido. Y el Banco de Japón ofreció ayer nuevos indicios del fin de la etapa de los tipos cero, y de la posibilidad, pues de que los tipos también suban pronto allí.

Mientras tanto, los inversores contemplan los valores tecnológicos con mucho más recelo que en el inmediato pasado. El colapso del distribuidor de artículos de vestir *Boo.com* esta semana ilustró algunas debilidades fundamentales, que pueden resultar comunes en muchos negocios de internet.

Las compañías de internet han sido dotadas con enormes sumas de capital sobre la base de planes no probados. Muchas están siendo dirigidas por personas poco experimentadas. La disponibilidad de capital, y las expectativas del mercado de que tales compañías tendrán grandes pérdidas ha significado que ha habido pocos incentivos para controlar los costes.

Y la competencia se ha incrementado grandemente, tanto por parte de otras compañías con base en internet como por parte de viejas compañías que rápidamente se han movido para vender sus productos *on-line*.

Muchas acciones tecnológicas todavía proporcionan grandes primas. Un número creciente de ellas, sin embargo, está cayendo por debajo de sus precios de oferta y las ofertas públicas iniciales están siendo cada día más raras. Algunos valores tecnológicos continuarán obteniendo beneficios. Pero ya no es posible confiar en acciones de tecnología, media y telecomunicaciones para sostener los mercados de acciones. El Nasdaq, por ejemplo, está todavía por debajo un 30 por ciento de lo que alcanzó en Marzo. Y la caída podría ser todavía peor.

Las condiciones para el crecimiento global, por consiguiente, son verdaderamente menos favorables. ¿Cuán sólida se mostrará la economía mundial en este marco menos favorable?

Si estos obstáculos hubieran aparecido hace uno o más años, las perspectivas habrían sido de verdad oscuras. En aquellos tiempos, Estados Unidos era el principal motor del crecimiento mundial, del que el combustible era el mercado de acciones. Ahora, sin embargo, las perspectivas de crecimiento son mucho más equilibradas. La producción de la zona euro crecerá, según se espera, un 3,2 por ciento este año, según estimaciones de OCDE. La economía de Japón es por lo menos estable, y los países en desarrollo se hallan, en general, en un buen camino.

La clave de la dirección de la economía mundial será la velocidad con que se produzca la desaceleración de Estados Unidos. Si la Reserva Federal consigue un aterrizaje suave, el impacto en el resto del mundo pasará desapercibido. Algunas regiones que comercian muy activamente con Norteamérica sufrirán las consecuencias de un comercio menor. Otras, como la zona euro, apenas se verán afectadas.

Pero un aterrizaje duro podría tener graves consecuencias para la economía mundial, particularmente si la situación va acompañada de una baja substancial y repentina del dólar.

Estados Unidos cuenta con entradas de capital para financiar sus extravagantes hábitos de consumo. Su déficit comercial es enorme. Una desaceleración del crecimiento, o una subida de la inflación, podrán suponer una disminución grave de las entradas de capital, lo que llevaría a una baja del dólar. Un colapso de esta moneda –el mayor temor de la Reserva Federal– tendría repercusiones en todo el mundo.

El mundo desarrollado ha disfrutado un corto y feliz período de baja inflación y fuerte crecimiento, en el que el inversor podía estar seguro de ganar dinero sólo con elegir compañías cuyos nombres terminaran *con.com*. El futuro no parece tan seguro, ni para los gobernantes ni para los inversores. La tarea principal está en manos de Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal, quien, una vez más, tiene a su alcance la dirección de la economía mundial.

## Europa no debe temer a la *new economy*

(Reginald Dale, en *Herald Tribune* de 16 de mayo)

De acuerdo con numerosas formas de medición, Estados Unidos cuenta con la economía más competitiva y fuerte del mundo. En el 110º mes de su más larga expansión económica, Norteamérica ha ido más lejos que cualquier otro país en el camino hacia una nueva economía caracterizada por una mayor productividad y un poder de crecimiento generados por ordenadores.

Después de un exhaustivo examen de los secretos de estos éxitos, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos concluye en su último informe sobre Estados Unidos que la economía norteamericana tiene ahora el potencial para crecer más rápidamente que cualquiera de sus principales rivales.

Estados Unidos ha sido, con gran diferencia, el mayor adepto a la capitalización de los frutos de una revolución tecnológica que están "en disposición de ser utilizados en todo el mundo", como así lo dice la OCDE. De manera que cuando los líderes de la Unión Europea se comprometen a hacer de la UE "la más competitiva y dinámica economía del mundo en 2010", como hicieron en su reciente cumbre de Lisboa, han de saber lo que esto supone.

Lo primero es que los gobiernos de la Europa continental deben seguir a sus propios sectores privados en sacar lecciones de un "ultraliberal" modelo norteamericano, al que han estado condenando como si fuera un pasaporte a la desigualdad social y económica.

Incluso si siguen un trayecto de estilo norteamericano, gobiernos continentales como los de Alemania y Francia querrán conservar elementos importantes de un modelo europeo que pone más énfasis en la solidaridad igualitaria y social.

Una de las lecciones del informe de la OCDE, sin embargo, es que no deben preocuparse tanto. Entre las principales conclusiones del informe está la de que la nueva economía no debe necesariamente conducir a una mayor desigualdad, ni debe forzar a los trabajadores cualificados a recibir salarios bajos, como muchos europeos temen.

En parte para excusarse por sus elevadas cifras de desempleo, los europeos se han referido a los niveles de paro de Estados Unidos –ahora en sus niveles más bajos de los últimos 30 años– como si se hubieran conseguido a través de la creación de empleo barato, cosa que los europeos no aceptarían.

Por el contrario, como dice la OCDE, el crecimiento del empleo en Estados Unidos, desde que empezó la expansión en 1991, ha sido mayor en ocupaciones relativamente mejor pagadas.

De hecho, añade el informe, la transformación generada por la informática que ha tenido lugar en la economía de Estados Unidos a lo largo de los pasados cinco años –apoyada por mercados de trabajo flexibles

y una cultura emprendedora– ha expandido la prosperidad a todos los niveles sociales y ha detenido el aumento de la desigualdad que los europeos encuentran tan difícil de aceptar. "El crecimiento del empleo y de las rentas se ha producido entre los menos favorecidos", dice la OCDE. "Las rentas reales han subido hasta alcanzar niveles récord en toda la escala de rentas, y las tasas de desempleo se hallan en niveles también récord, por lo bajas, para las minorías. La tendencia hacia una mayor desigualdad se ha detenido en los últimos años".

No nos referimos a una utopía igualitaria. La desigualdad sigue siendo más elevada que en otros países desarrollados, y se necesitará un gran esfuerzo para reducir las diferencias, dice la OCDE. Los europeos, sin embargo, deberían también observar que un gran factor en la creación de empleo ha sido la reforma asistencial (*welfare reform*), estimulando a los que no tenían empleo a participar en el mercado de trabajo. En esto, una gran parte de Europa tiene mucho que aprender.

La clave del éxito de Estados Unidos ha sido el acelerado progreso en la tecnología de la información, que ha hecho bajar los precios y ha elevado la inversión. Esto ha conducido a grandes aumentos de la productividad del trabajo, con todas sus consecuencias positivas, entre ellas la mejora del consumo.

Una política económica acertada ha contribuido al éxito, dice también la OCDE. Esto incluye los excedentes presupuestarios, una política monetaria que ha mantenido baja la inflación, la reforma asistencial, ya citada, y el estímulo a la innovación a través de reducciones de los tipos impositivos marginales, así como un impuesto relativamente bajo para las ganancias del capital.

La probabilidad de que el crecimiento USA empiece a desacelerarse a medida que Europa mejore no altera la necesidad de que los europeos aprendan la lección. Puede que no sea tan dolorosa como ellos piensan.

## *Danke schön, Sr. Fischer*

(*Le Monde* de 14–15 de mayo. Editorial)

Ha empezado el debate sobre el futuro de Europa. Los jefes de Estado y de gobierno de los Quince lo habían decidido en el curso de una de sus recientes cumbres, pero el debate no quedará confinado a las cancelerías o a algunos institutos especializados. Porque el tema está ya en la plaza pública gracias a Joschka Fischer. En un discurso pronunciado el viernes 12 de mayo en Berlín, el ministro alemán de Asuntos Exteriores ha dado cuenta, sin afectación ni precauciones diplomáticas, de su visión de una Federación Europea con un Parlamento bicameral, un presidente elegido por sufragio universal, un gobierno. Y si los Quince –o, si llega el caso, los Treinta que pueden mañana integrar la Unión no están dispuestos a dar este salto en la integración, un pequeño grupo de Estados deberá mostrar el camino. Al presentar esta visión ambiciosa,

Joschka Fischer precisó que hablaba "a título personal" y para los próximos decenios. Los diplomáticos que negocian actualmente la reforma de las instituciones europeas habrán apreciado el matiz, toda vez que, en la práctica, se encuentran hoy frente a una delegación alemana más preocupada por defender intereses inmediatos que de abrir largas perspectivas.

Quien dice debate dice confrontación de opiniones y corre el riesgo de desacuerdos. Al hablar de Federación Europea, Joschka Fischer volvió a lanzar una controversia que dominó los primeros decenios del Mercado Común. En el curso de los últimos años, la palabra había llegado a ser casi tabú, como si los europeos, incluso los más convencidos, temiesen estimular el euroescepticismo, y no sólo en el otro lado del Canal de la Mancha. Sin embargo, el jefe de la diplomacia alemana tiene razón cuando dice que, sin duda, no hay un término mejor para describir la unión política europea, democrática, eficaz, respetuosa con las particularidades de cada pueblo y de cada nación, pero susceptible de representar un papel monetario, económico, diplomático e incluso militar en el mundo.

La otra controversia se refiere al "núcleo duro" europeo, llamado todavía "vanguardia" (*avantgarde*) o "centro de gravedad". La idea es simple y parece sensata. En una unión que se amplía sin cesar, el riesgo de dilución es más y más grande, a menos que no se cree un polo de atracción capaz de mostrar la vía de la integración. Ese polo debe ser el embrión federal de la gran Europa. Un proyecto de tal naturaleza, ¿corre el riesgo de provocar una grave crisis en la Unión entre los Estados que estarán dentro y aquellos otros que quedarán fuera? Sin duda. Pero todo permite pensar que la crisis es inevitable, bien tome la forma de un parálisis de las instituciones actuales, bien la de un aplazamiento *sine die* de la ampliación, o bien –peor aún– la de la aparición de un populismo antieuropeo en muchos países. A no ser que se produzca un sobresalto refundador que vuelva a dar a la aventura europea razones para existir (*raison d'être*), una constitución democrática comprensible por todos y unos límites geográficos claros.

Europa avanza enmascarada, suele decir Jacques Delors, para lamentarlo. Si quiere suscitar de nuevo el compromiso popular, Europa debe avanzarse al gran día. Con ambición y voluntad.

## El euro en un profundo valle

(Edit. de Claus Tigges en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 27 de abril)

Por lo que parece, la caída del euro no tiene intención de concluir. Casi en cada, sesión operativa la moneda europea retrocede un poco más en el favor de los inversores internacionales. Nuevos mínimos de cotización frente al dólar, a la libra y al yen penalizan las mentiras de los pronosticadores del mercado que no hace aun tanto tiempo profetizaban importantes ganancias para los cambios del euro. Pocos días antes del comienzo de la Unión Monetaria, en diciembre de 1988, coincidían los observadores del mercado en que el

nuevo espacio monetario tendría sobre los inversores el efecto de un imán y atraería importantes cantidades de capital hacia Europa. Por aquel entonces cambios como el de 1,3 dólares por euro no carecían de fundamento. Pero las cosas han sucedido de forma muy distinta, porque mientras tanto el euro puede adquirirse en los mercados de divisas de todo el mundo a poco más de 0,91 dólares, cotizándose así a más del 20 por 100 por debajo de su primer cambio del 4 de enero de 1999. Al cambio, el dólar cuesta aproximadamente 2,11 DM, tanto como la última vez hace unos 14 años.

Mientras tanto, entre los actores que operan en los mercados provoca inquietud y nerviosismo la circunstancia de que la debilidad de la cotización del euro no se pueda justificar satisfactoriamente con los modelos de explicación que se han manejado hasta ahora. Es sin duda cierto que la economía americana sigue, después de tantos años de expansión, creciendo a gran velocidad sin que surjan peligros serios de inflación. El capital internacional se ve atraído hacia América por las perspectivas de importantes beneficios en este área. Hasta aquí todos de acuerdo. Pero ¿cómo puede ser que los inversores eludan el espacio monetario común, pese a los notablemente mejorados pronósticos de crecimiento referidos a las economías del área del euro? Si resulta cierto que con lo que fundamentalmente se opera en los mercados es con expectativas ¿no tendría entonces que ganar el euro en valor o por lo menos no seguir cayendo? ¿Por qué no han perjudicado al dólar las pérdidas en las cotizaciones en la bolsa tecnológica americana Nasdaq?

Tampoco el Banco Central Europeo (BCE) parece conocer las respuestas a estas preguntas. Su Presidente Wim Duisenberg ha reconocido con franqueza hace poco que los guardianes de la moneda estaban desconcertados ante la evolución del cambio del euro. Los responsables del Banco de Emisión tampoco ocultan que este desconcierto va acompañado de seria preocupación. En esto las consecuencias que la debilidad del euro tiene para la inflación general a través de la vía indirecta de unos precios de importación más elevados parece que sólo aparentemente figuran en primer término. Los guardianes de la moneda temen sobre todo que el prestigio del euro como unidad de cuenta estable resulte afectado aun antes de que la gente que habita entre Helsinki y Lisboa tenga en sus manos las piezas metálicas y los billetes de su nuevo medio de pago. Para el éxito del "proyecto del euro" es ineludible –lo saben los representantes del Banco Central– la aceptación de la moneda por parte de la población. Con cada mínimo de la cotización aumenta el riesgo de que en las mentes se reafirme la impresión de que el euro es una moneda débil.

El BCE tampoco puede hacer por la cotización más que garantizar la estabilidad de precios en el ámbito del espacio del euro y propagar confianza. Los banqueros centrales dicen con razón que sólo una moneda estable en el campo de los precios tiene a la larga posibilidades de gozar de prestigio internacional. El Tratado de Maastricht obliga al BCE al objetivo de la estabilidad de precios, pero no a la estabilización del tipo de cambio. Esto tampoco se podría vincular recíprocamente porque en caso de necesidad hay que dar prioridad a uno de los dos objetivos. Inevitablemente se

pondría en peligro la estabilidad de precios si el Banco de Emisión tuviera que orientar su política de tipos de interés de acuerdo con el tipo de cambio. Si los guardianes monetarios volvieran –posiblemente ya este jueves– a elevar los intereses el cambio del euro desempeñaría un papel importante en la justificación de la decisión. El hecho de que el índice europeo de precios al consumo haya subido últimamente por encima del tope del dos por ciento tolerado a medio plazo por el BCE constituye un obstáculo para los responsables del Banco de Emisión. Es necesaria una intervención en materia de política monetaria para empujar a medio plazo las tasas de inflación hasta menos del dos por ciento. Sin embargo, no deberían por parte de los inversores ligarse con una subida de tipos de interés demasiadas esperanzas de recuperación rápida del euro.

Un euro débil no beneficia a la larga a nadie. Esto no deberían olvidarlo ni siquiera aquéllos que se regocijan por los éxitos cosechados en las exportaciones por la economía del euro y que opinan que se ha conseguido ya el cambio a tiempos mejores. Para el capital extranjero en forma bien de inversiones directas o de inversiones de cartera el espacio del euro sólo será atractivo cuando también muestre fortaleza el valor externo del euro. Las pérdidas continuadas en las cotizaciones de una moneda minan los réditos de los inversores internacionales y dificultan el flujo de capitales.

Las verdaderas razones de la debilidad del euro no se pueden deducir a primera vista. Sin embargo, el precio de una moneda, que se fija de nuevo cada día en el libre juego de las fuerzas del mercado, dice siempre algo acerca de la estimación del valor de que disfruta. Es evidente la conclusión de que tras el menosprecio que se otorga al euro hay algo más que simples diferencias en el crecimiento o en los tipos de interés. Evidentemente los mercados –con independencia de la previsible reanimación de la coyuntura en Europa– confían a la larga más en los Estados Unidos. En este sentido el cambio del dólar y el euro muestra de forma clara lo mal que le va al espacio del euro en la competencia por el mejor marco de ordenamiento de la economía.

Los políticos, que han deseado el euro más que muchos ciudadanos europeos, deberían por ello considerar el cambio de la nueva moneda como barómetro de su actuación. En este sentido no entra en consideración el veredicto de los mercados. Son necesarias reformas de gran alcance para crear una perspectiva para Europa y acabar con la caída del euro.

### El débil euro fuerte

(Edit. de Nikolaus Piper en *Süddeutsche Zeitung* del 27 de Abril)

El desmoronamiento del euro no deja de afectar a nadie, puesto que nadie, cuando fue introducido el 1 de enero de 1999, había contado seriamente con que las cosas se iban a desarrollar así. Los entusiastas del euro creían que el joven medio de pago se convertiría rápidamente en un poderoso rival del dólar desempe-

ñando el papel de moneda internacional de reserva. Los escépticos del euro temían que la Unión Monetaria se tornaría una Comunidad asolada por la inflación. No ha sucedido ninguno de los dos escenarios. En su lugar la nueva moneda es fuerte hacia el interior –prácticamente no hay inflación– y débil hacia el exterior el cambio parece que sigue descendiendo sin cesar. El pasado miércoles el Banco Central Europeo (BCE) ha vuelto a consignar con los 0,9193 dólares un nuevo récord negativo y a nadie, le asombraría que el euro descendiera pronto también por debajo del próximo límite mínimo de los 90 centavos de dólar.

El BCE no se encuentra en una situación demasiado envidiable si hoy jueves delibera por turno acerca de la política de tipos de interés. Previsiblemente los consejeros del Banco aumentarán el tipo de interés a corto plazo en un cuarto de punto porcentual. Esto no es seguro y de todas formas no supondrá ninguna aportación para el tipo de cambio, por cuanto que los mercados financieros confían firmemente que el Banco de Emisión americano incrementará a la primera ocasión los intereses, con lo que se restablecerá el margen anteriormente existente. Se recibirá en América más rentabilidad por el dinero y mientras todos cuenten con un dólar fuerte no será necesario corregir esta rentabilidad considerando el riesgo de cambio. De consiguiente si sigue fluyendo a través del Atlántico capital desde Europa esto hará más fuerte al dólar y más débil al euro. Cualquiera que sea la medida que adopte ahora el BCE ésta probablemente será errónea. Si, como se espera, aumenta los intereses los mercados financieros lo pasarán por alto, si retrasa este paso se acercará más a la esperada decisión que en esta materia se tome en América.

El BCE, es en este dilema prudente, aunque en principio desde que existe la nueva moneda haya hecho todo bien. Si bien de vez en cuando hay críticas a ciertos detalles de su estrategia y también se le ha achacado falta de transparencia, se ha conseguido lo más importante: el BCE ha demostrado que puede subir los tipos de interés sin que en el Banco Central se manifiesten frentes marcados por criterios nacional estatales, tal y como al principio habían temido los escépticos del euro. La debilidad del euro no tiene por tanto su origen en la política monetaria, sino en la economía real y en la psicología. Y es que el producto crecerá este año en Eurolandia a una tasa de previsiblemente un 3,5 por ciento, lo que es mucho para las circunstancias europeas y en comparación con los Estados Unidos, bastante poco, porque allí se cuenta alcanzar un incremento del 6 por ciento. Estas diferencias en el crecimiento se reflejan en las cotizaciones de las acciones, en las rentabilidades y en los flujos de capital. Si bien en Europa las cosas van ahora a mejor y si bien, a la inversa, el Banco de Emisión americano ha de frenar drásticamente la coyuntura para conjurar los riesgos de inflación de forma que los europeos puedan hacia finales de año igualarse en crecimiento, en estos momentos nadie se da cuenta de ello. Y es aquí donde la psicología entra en juego. Como el euro ha perdido tanto en reputación, las buenas noticias ni siquiera llegan a la opinión pública, mientras que las malas lo hacen, en cambio, más deprisa, aunque, sólo se trate de una crisis de gobierno en Italia o de falta de claridad en la reforma fiscal alemana.

En esta situación lo recomendable para los políticos y los responsables del Banco Central en Europa es mucha serenidad. Para la economía europea lo peor sería que en la opinión pública cundiera el pánico y que los políticos histéricos empujaran al BCE a reacciones irreflexivas. Claro que teóricamente hay un tipo de interés que podría modificar el curso del cambio y terminar con la debilidad del euro. Sin embargo, este interés tendría que ser tan elevado que automáticamente desencadenaría una fuerte recesión y todavía agravaría el problema económico a largo plazo que encubre la debilidad del euro, es decir, el escaso dinamismo de la economía europea. Entre los conocimientos seguros de la ciencia económica figura el que un banco de emisión no puede alcanzar nunca con sus propios medios estabilidad interna y externa al mismo tiempo. Si intenta imponer la estabilidad externa, es decir, un determinado tipo de cambio, cosechará inflación o deflación en el interior. El BCE –conforme a su mandato– se ha decidido por la estabilidad interna y también debería seguir haciéndolo con firmeza.

Tampoco hay motivo para que cunda el pánico. El actual cambio corresponde a un precio de 2,12 DM por dólar. Esto es enojoso para los que van de vacaciones América, pero poco espectacular en una comparación histórica. A principios de los años ochenta el dólar llegó a costar 3,50 dólares, lo que no hizo más que favorecer a los alemanes. Al igual que entonces la debilidad del marco, también la del euro es hoy una oportunidad. Impulsa las exportaciones y el crecimiento económico y hace así posibles reformas más rápidas y menos dolorosas, como la rebaja de impuestos, el replanteamiento de los sistemas sociales, de forma que sean menos sensibles a las crisis, y la reestructuración de las empresas. Sólo si ahora no sucede todo esto, si quedan sin utilizar las oportunidades de crecimiento del euro débil, entonces estará justificado el pánico.

### Los ingleses castigan al euro con el silencio

(Edit. de Bettina, Schulz en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 19 de mayo)

Gran Bretaña respira. La libra se desploma. Para algunos el viraje del tipo de cambio llega demasiado tarde. Después de separarse BMW de Rover el consorcio automovilístico americano Ford suspende la producción en Dagenham, la mayor planta localizada en Gran Bretaña. Esto no sólo tiene algo que ver con la sobrecapacidad en el mercado europeo del automóvil, sino también con el extremadamente alto tipo de cambio de la libra.

A primera vista se podría pensar que Gran Bretaña tiene ahora que pagar el alto precio por no haberse adherido a la Unión Monetaria. De hecho los tipos de interés a corto plazo son en Gran Bretaña de casi el doble que el correspondiente nivel de intereses existe en la Unión Monetaria y el tipo de cambio da muchos quebraderos de cabeza al país.

Pero el Banco de Inglaterra insiste en que esto es justamente la consecuencia de un cambio flotante. El Banco mismo se encontraba en los últimos meses en-

tre la espada y la pared. Tenía que hacer frente, con aumentos de los tipos de interés, a los riesgos de inflación que se cernían desde una economía interna en vertiginoso crecimiento. Ahora, esto significaba que el tipo de cambio de la libra se incrementaba paralelamente, lo que dificultaba la exportación, dando lugar a un grave y creciente déficit de la balanza comercial. En vista de este proceso el Banco de Inglaterra ha renunciado finalmente en los últimos tres meses a nuevas subidas en los tipos de interés.

Claro es que la amarga píldora se la han tenido que tragar los exportadores británicos que, a pesar de unas drásticas racionalizaciones, tienen que aceptar despidos e incrementos de productividad que hacen que desciendan sus márgenes en las operaciones con el exterior y pierdan cuotas de mercado. Sin embargo, se equivoca quien crea que toda Gran Bretaña se resiente del elevado tipo de cambio y lamenta que no se haya entrado en la Unión Monetaria. A los británicos les va mejor que antes y no ven ningún motivo por el que esto tenga que cambiar en el futuro. Mucho más importante que la cuestión de la Unión Monetaria ha sido para Gran Bretaña la decisión de relevar de su autonomía al Banco de Inglaterra y el punto de vista del Gobierno de mantenerse al margen de las políticas monetaria y de tipos de interés. La renuncia a una política económica intervencionista como la que han practicado gobiernos anteriores y la cautelosa política monetaria del Banco de Inglaterra han dado frutos con las profundas reformas estructurales del país.

Los ciclos de la coyuntura son más planos que antes, la tasa de inflación, una de las más bajas de toda Europa. En comparación con lo que sucedía antes el nivel de los intereses ha caído drásticamente e incluso han bajado tanto las rentabilidades a largo plazo en los mercados de, empréstitos que las empresas tienen mejores posibilidades de financiación que en ciclos coyunturales anteriores. La buena situación del empleo y un más bajo nivel de los tipos de interés han conducido a una renta real disponible más alta. A su vez esto favorece a la demanda interna y a la coyuntura.

El que el Gobierno ahorre y el que la calidad de la enseñanza pública, de la sanidad pública, del transporte de cercanías y de la jubilación sigan estando todavía por debajo del nivel europeo continental es en cambio algo que los británicos aceptan a regañadientes en parte, porque no saben que su nivel de vida continua sin alcanzar el estándar de otros países del Norte de Europa.

También las dificultades con las que ha de luchar la industria exportadora británica desempeñan en fin de cuentas un papel secundario, porque desde hace ya tiempo la industria transformadora ha perdido importancia. El país apuesta por los servicios y por la "new economy". Ello es probable que explique igualmente por qué el Gobierno británico desoye tan insensiblemente las quejas de la industria en lo que se refiere al tipo de cambio de la libra.

Poco interesa actualmente al Gobierno Blair que al menos una parte de la industria esté esperando la incorporación a la Unión Monetaria. El euro se encuentra debilitado. Y esto actúa como una mácula aun cuando

la industria continental europea pudiera beneficiarse también de un euro débil. Ahora bien, la debilidad del euro alimenta la actitud euroescéptica que reina en Gran Bretaña en el sentido de que con el euro hay algo que no encaja. Las escasas reformas estructurales en los países de la Unión Monetaria y las debacles políticas no han hecho más que acentuar este prejuicio. De ahí que en Gran Bretaña esté extendido como nunca el clima de euroescepticismo.

El Gobierno Blair evita a toda costa por ello el tema de la Unión Monetaria. No quiere dejar al partido conservador la oportunidad de recurrir al tema de la Unión Monetaria en las elecciones del año próximo. En el país hay en torno al euro un silencio tal que la Federación Británica de la industria ha suspendido su acción de difusión de la adhesión porque se siente abandonada por el Gobierno y porque considera ahora sin sentido una campaña en favor del euro.

Por eso tampoco trastorna al Gobierno el que precisamente su silencio en torno a la Unión Monetaria haya intensificado todavía más la debacle relacionada con el elevado tipo de cambio de la libra. Y es que cuando no hay fantasía sobre la futura adhesión tampoco se inician movimientos de convergencia en los mercados financieros que hubieran podido poner coto al alza del tipo de cambio de la libra. El Gobierno británico tampoco cambió su orientación ostentiblemente indiferente con respecto al tema de la Unión Monetaria cuando el Banco de Inglaterra se encontraba en apuros e incluso pensaba, sin ocultarlo, en llevar a cabo intervenciones en contra de la libra.

Porque, en general, los británicos se las han arreglado, por lo que se refiere a la fortaleza de la libra, bastante mejor de lo que era de esperar. Y el que Gran Bretaña no se haya adherido a la Unión Monetaria no ha tenido ni de cerca las consecuencias negativas que anteriormente se habían pronosticado.

La tregua de tipos de interés del Banco de Inglaterra y una política de tipos de interés, que sigue siendo restrictiva, de los bancos de emisión europeos y americanos desplazan el entramado de los tipos de cambio: el cambio de la libra descende, son innecesarias las reflexiones sobre eventuales intervenciones del Banco de Inglaterra y, de momento, la industria respira. Y el Gobierno británico tiene tanto más tiempo para decidir si y cuando parece oportuna la incorporación al euro.

## Un terremoto en la banca

(Edit. De Jürgen Dunsch en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 7 de abril)

El que una cosa se haga con buena intención no quiere decir que se haga bien. Esto lo están viviendo los consejos de dirección del Deutsche Bank y del Dresdner Bank cuya proyectada fusión ha tan espectacularmente fracasado. Con lo bonito que podría haber sido todo: el primer o el segundo banco del mundo, una potencia europea en la banca de inversiones, la elegante estructuración del área de los pequeños clientes, la propagación de la creencia del adiós a la

“Deutschland AG”, el reforzamiento de Alemania como plaza financiera. En lugar de esto es desconsolador el panorama que se ofrece. Las personas que estaban actuando se han echado un lado. El “powerhouse” se ha quedado sin vapor, incluso en la central denominada Deutsche Bank aparecen profundas grietas. La “bomba financiera de Francfort” ha resultado ser una burbuja. La plaza financiera internacional se ha convertido en escenario de una farsa provinciana. Resultan inevitables las consecuencias que afectan a las personas, como es el caso ahora en el Dresdner Bank.

Las fusiones están sometidas a procesos extraordinariamente sensibles. Los empleados se tienen que adaptar a un mundo totalmente nuevo. Los superiores cambian, muchas secciones, incluso departamentos enteros, resultan superfluos. Los competidores de ayer pasan a ser los aliados de mañana. A menudo son los imperativos del ahorro los que dictan una fusión. Por éstos y una serie de otros motivos resultan fallidas la gran mayoría de las alianzas o bien no aciertan en sus objetivos. Es ésta la amarga experiencia hecha ya al inicio por los líderes bancarios Rolf Breuer y Bernhard Walter. Sus colegas, como Martin Kohlhausen del vecino Commerzbank con su proyecto de las afinidades electorales europeas, pueden en cambio esperar ahora por doquier gran aceptación.

Por otra parte, las fusiones representan un importante principio de ordenamiento de la economía. Una unión de empresas puede, en primer lugar y especialmente, aglutinar partes particularmente prometedoras. Aporta a la producción ventajas derivadas de la escala, reduce costes de administración y amplía los mercados antes limitados. En segundo término, las áreas periféricas quedan sometidas a una valoración precisa. Llegado el caso existe la amenaza de cierre. Casi siempre pasan sin embargo a depender de otras entidades, bien sea a través de la venta, de una empresa común con un socio o de la colocación en bolsa. En el caso del Deutsche Bank y del Dresdner Bank el instrumento eran las operaciones con los pequeños clientes.

La fusión clásica de empresas es la adquisición. Sin embargo, originada en los Estados Unidos, en los últimos años la “fusión entre iguales” ha ido de todas formas ganando cada vez más adeptos. Se la había venido cultivando allí en primer término por razones de técnica de balances, ya que en el caso de las grandes fusiones no debe procederse a la amortización, con erosión de los beneficios, de los valores de las empresas que ascienden a miles de millones. Además, la aglutinación para formar una nueva empresa respeta los ánimos excitados, así como las arcas, ya que no hay que indemnizar a ningún accionista. Así surgió aquí también la tendencia a tratar de forma igual lo desigual. La “fusión entre iguales” se convierte en espejismo. Esto es lo que había sucedido en el caso de Daimler-Chrysler, en el del Hypo-Vereinsbank y ahora en el del Dresdner Bank y el Deutsche Bank.

En los años pasados el Dresdner se había introducido en un callejón sin salida estratégico del que ya no era capaz de salir por propia iniciativa. Pero la mayoría cuesta en la bolsa unos 27.000 millones de DM. La compra habría sido, también para el Deutsche Bank, un hueso duro de roer, sobre todo después de la adqui-

sición de Bankers Trust en América que el año pasado se había ya tragado unos 17.000 millones de DM. Por éstos y varios motivos más —la sólida existencia individual del Dresdner Bank, las repercusiones políticas, el desmantelamiento de la plantilla— quedaba vedada la adquisición clásica cuando Walter se ofrece como socio al Deutsche Bank con el visto bueno de su accionista importante Allianz. La “fusión entre iguales” parecía la solución cómoda.

Las alianzas dan lugar a oposición, sobre todo cuando descansan sobre premisas falsas. En el Deutsche Bank eran sobre todo los banqueros de inversiones de Londres los que se sentían adquirentes de hecho. El Dresdner Bank se encontraba bajo esta presión y bajo la de su gran accionista Allianz, que era el que podían esperar la mayor ventaja de la fusión. La falla en el tejido de la presunta fusión entre iguales se ha convertido en roto y Breuer y Walter pierden el control del proceso.

¿Hay ante este telón de fondo una vuelta al estado de inocencia ante el gran plan? Probablemente en ningún momento habrán pensado en esto los consejos de dirección del Deutsche Bank, del Dresdner Bank y de Allianz. No desaparece la conveniencia de saneamiento del panorama bancario alemán sólo porque no se culmine la mayor y, en opinión de muchos, mejor solución imaginable dentro del ámbito del país. No pierde nada de su urgencia en particular la cuestión de la excesiva dimensión de las redes de filiales. ¿Cómo deben solucionarse los desafíos? Los portavoces de los consejos de dirección han quedado debilitados después de la debacle de la fusión. Breuer apenas si podrá ya defender en algún lugar una “fusión entre iguales”. Walter no sería capaz de controlar la incertidumbre en su banco. Por eso no sorprenden las informaciones que circulan sobre su relevo.

Todos los que han participado están ante un montón de añicos. De momento el Deutsche Bank quiere mantenerse en la posición segura de su dimensión. Sin embargo, tiene que reparar el daño que ha originado en el área de la banca privada. Aparte de esto la mala gestión realizada en esta fusión no es una buena referencia para el verdadero objetivo consistente en la compra de un gran banco americano de inversión. El Dresdner Bank sigue siendo candidato para una absorción. No ha tomado otras precauciones. La alianza no recibe la sociedad de fondos DWS, que ya se creía segura, ni el canal adicional de ventas para sus actividades aseguradoras. Lo que anima a la bolsa origina en otros sitios incertidumbre. Los prestadores alemanes de servicios financieros tendrán que barajar de nuevo sus cartas.

### Fracaso de todos sin distinción

(Edit. de Marc Beise en *Süddeutsche Zeitung* del 7 de abril)

Desde luego que somos bastante provincianos. Cuando dos grandes bancos que figuran entre los líderes en el asesoramiento de las empresas y que quieren ayudar a los consorcios en su orientación estratégica

no consiguen limpiamente una fusión no puede ser demasiado importante la profesionalidad de la élite económica alemana. La concurrencia internacional lo ve con con complacencia y también aquí en casa alguno que otro se deleita con el ridículo de unos banqueros tan apuestos en circunstancias normales. De todas maneras no hay motivo para complacerse en el mal ajeno. La fracasada gran fusión entre el “Deutsche” y el “Dresdner” tiene consecuencias de gran alcance y no sólo para los dos bancos de los que “el verde” es considerado ahora como candidato inmediato a la absorción y “el azul” ha sido también desplumado en alto grado.

Puede que algunos hablen ahora de una decisión valiente, puesto que es mejor un final con espanto que el espanto sin fin. Las cosas no han encajado, eso es todo. Entre un 50 por 100 y un 75 por 100 de todas las fusiones se tuercen. Ésta es la estimación de los expertos y es lo que ha sucedido con ésta. No obstante, rara vez se ha llegado en un proyecto a un ridículo como éste. Desde hace años se viene hablando del sentido y el sin sentido de las fusiones de los grandes bancos, habiéndose probado reiteradamente todas las opciones. Quien entonces se aventure a una cosa así tiene que haber predeterminado el resultado. Es sencillamente increíble la negligencia con la que han actuado hasta el último momento algunos de los directamente implicados.

Durante largo tiempo constituirá este caso un ejemplo de cómo no hay que hacer las cosas. En la euforia de las fusiones actualmente reinante se olvida cada vez con más frecuencia que una fusión sólo tiene sentido cuando las partes se complementan. Si la alianza sólo da lugar a gastos y a disgustos, lo mejor es dejarlo. La megalomanía para la que el mejor justificante lo constituyen las máximas estridentes es la peor de las consejeras.

Una fusión, nunca puede ser el sustitutivo de una estrategia limpia y clara. Desde luego que no se puede recurrir a ella para solucionar los problemas que hay en la propia casa. Sólo el Deutsche Bank tiene ya bastantes de éstos, sobre todo una dirección dividida y un grave conflicto entre la central de Francfort y los administradores estrella de patrimonios de Londres: es exactamente por este punto débil por el que se quebró la fusión.

Se ha vuelto una vez más a confirmar que a menudo no son los duros factores los que hacen fracasar una fusión, sino aspectos demasiado humanos, como las dificultades en las relaciones con las personas o como las frivolidades. En el caso de una fusión también resulta que uno tiene que tener fuertemente en la mano todos los hilos y entusiasmar prematuramente en favor de su modelo a todas las personas que interesan. Jürgen Schrempp, que ha aglutinado con éxito a Daimler y a Chrysler, ha sido quien ha establecido los criterios para una preparación casi perfecta. Entre Stuttgart-Möhringen y Auburn Hills/Detroit funciona (cada vez mejor) lo que en un espacio mínimo no ha querido encajar en Francfort del Main.

En cualquier caso, ambos líderes deben poder fiarse ciegamente de sí mismos y de su gente. Hasta

ahora funciona perfectamente la alianza de los gigantes del sector químico Hoechst y Rhône-Poulenc –que forman el grupo Aventis– gracias a unos estrategas como Jürgen Dormann y Jean-René Fourtou que se han convertido en amigos. En cambio, en el caso de Francfort, no hay más que disonancias entre las cumbres, intrigas en los consejos de dirección y caos por doquier.

Las consecuencias no sólo hay que medirlas en magnitudes empresariales. Según la declarada intención de los participantes, la proyectada fusión también debería demostrar que la tan criticada Deutschland AG, ese entramado de participaciones y relaciones recíprocas, es susceptible de reforma. Los alemanes tienen ahora pendiente ofrecer esta demostración. Es algo que registran los mercados financieros internacionales de cuyos recursos depende ineludiblemente la República Federal en interés de más inversiones y de más puestos de trabajo.

El fracasado acuerdo sumerge en otra perspectiva también a la discutida relación entre la política y la economía. En círculos empresariales está muy extendida la opinión de que en ellos las cosas tienen lugar de manera muy profesional, mientras que en política hay mucho diletantismo, por lo que justificadamente se pierde el derecho a ordenarlas. Argumento éste de miras muy estrechas ahora ya agotado. La reacción suficiente del Canciller Federal Schröder, en el sentido de que él ya había observado esfuerzos en las empresas, lo dice todo.

No es a grimerer vez que los (grandes) bancos dañan la imagen de la economía dentro de la sociedad. El Deutsche Bank siempre ha estado en vanguardia en casos como, por ejemplo, el de la cuasi quiebra del grupo Philipp Holzmann del sector construcción. Es más o menos curioso el que justamente el Presidente de su Consejo de Vigilancia, Hilmar Kopper, sea el Delegado del Gobierno Federal alemán.

Mientras tanto se ha iniciado la era de la gestación de leyendas. Resulta casi penoso cómo se presenta la gente notable ante la opinión pública y cómo disimula sus errores. El “hay que seguir por el mismo camino” o el “es que no hemos cometido ningún error” de un Rolf-Ernst Breuer es lo que de verdad hace llamativo todo el desastre. Ante los graves errores algunos políticos tienen más valor, por si se dan consecuencias personales, que los líderes empresariales. Aunque en realidad las indemnizaciones millonarias deberían facilitarles el cese.

## En busca de la nueva economía

(Edit. de *Neue Zürcher Zeitung* del 18/19 de marzo)

Está fuera de toda duda: en los últimos años ha cambiado de forma destacada la imagen de la economía y, además, ha cambiado a escala internacional. Muchas de las empresas informáticas y de Internet que hoy dominan no sólo la bolsa, sino también las fantasías y perspectivas económicas ni siquiera existían hace todavía poco. De ahí que muchas cosas de hecho

parezcan nuevas en el panorama económico actual. Esta impresión de novedad ha sido no obstante aplicable a muchas fases de la historia económica. La utilización inflacionista del eslogan de la “new economy”, con el que uno se topa hoy día en todos los medios de comunicación, pero que se encuentra ya en el título de un artículo publicado en 1993 en la “Harvard Business Review”, sugiere por ello otra cosa, concretamente el comienzo de una era completamente diferente, comienzo que se diferencia fundamentalmente, no sólo cuantitativa, sino sobre todo cualitativamente, de los inicios de, por ejemplo, la era de la electricidad o del automóvil. Ahora bien, al igual que tantas expresiones preferidas tanto por periodistas y hombres de ciencia, como por empresarios y políticos, también la de “nueva economía” es cambiante. En esto reside su atractivo.

En la bolsa se designa en último término con “new economy” a todas las empresas que fabrican nueva tecnología o que –como en el caso del E-Commerce– se basan en ella. El arco va desde la informática y la comunicación a la biotecnología o las técnicas médicas. Aunque el concepto es utilizable en este sentido (microeconómico), coincide sin embargo ampliamente con nociones más antiguas como “high tech”. La “nueva economía” así entendida existe sin duda, también modifica radicalmente los modelos operativos de la “antigua economía”, contribuyendo de modo creciente a la creación de riqueza. Según una estimación de la Universidad de Berna, solamente el recurso comercial a Internet podría haber creado más de 10.000 puestos de trabajo y generaría unas ventas anuales de 7.000 millones de francos. Cabe considerar de todas formas si esta “nueva economía” del todo real no estará siendo demasiado sobrevalorada, en cualquier caso, en su conjunto (lo que no excluye las excepciones). Muchos son los indicios en este sentido, en particular, las relaciones sin precedentes de cotizaciones–beneficios (de, en parte, varias veces 100). Pero en fin de cuentas probablemente es demasiado corto el espacio de tiempo transcurrido para poder ya afirmar algo que sea válido. Lo único cierto es que los que hace tres años habían advertido, con un Dow Jones unos 3.500 puntos más bajó, contra un “alza irracional” y unos cambios demasiado altos –como es el caso de Alan Greenspan en su intervención de finales de 1996– no han visto confirmadas sus aseveraciones. También es cierto que este juicio no se ha visto por ello desvirtuado; se puede confirmar en cualquier momento.

Sin embargo, en un sentido macroeconómico más profundo la palabra mágica “new economy” significa algo muy distinto. Representa el desarrollo excepcional de la economía de los EE.UU. en los últimos nueve años en los que un crecimiento relativamente elevado ha ido unido a una amplia estabilidad de precios. Para muchos observadores esto ha alimentado la creencia de que había una especie de nuevo paradigma económico. De acuerdo con el mismo ya no habría prácticamente más inflación ni más oscilaciones coyunturales, pero sí, en cambio, un crecimiento sin límites a nivel elevado. En el centro de este “bello nuevo mundo” está la idea de que en el futuro podría convertirse en realidad un crecimiento particularmente alto de la productividad. Este se explica por un progreso tecnológico sin igual. De hecho, muchos procesos tecnológicos ac-

túan de forma vertiginosa, como, por ejemplo, cuando los actuales ordenadores tienen, a igualdad de costes, una capacidad 66.000 veces superior a los ordenadores de 1975 y cuando se prevé que en 2010 este factor será de 10 millones. Debido a que, un mayor crecimiento de la productividad permite simultáneamente aumentos de salarios y reducciones de los costes unitarios se une al mismo la esperanza de menos pugnas en torno a la distribución y de una amplia libertad de inflación. Otras explicaciones del pretendido final de la inflación las proporciona la intensidad de la competencia impulsada por la globalización, unas estructuras más flexibles, así como una conciencia mayor de estabilidad por parte de muchos políticos.

La base empírica de toda esta confianza parece sin embargo tenue hasta ahora y la manifestación hecha en 1987 por el Nobel Robert Solow en el sentido de que la era de los ordenadores se manifestaba por doquier menos en las estadísticas de productividad podría también hoy estar todavía vigente. Así el incremento anual de la productividad en el actual periodo de expansión en los EE.UU. ha sido sólo equivalente, por ejemplo, al de los años ochenta y claramente más reducido que en los sesenta. Esto tiene que ver con que el milagro de la productividad –que en parte descansa en un proceso de deflación inadecuado– se limita en gran parte al área de la informática. En cualquier caso, un estudio de Robert Gordon (Northwestern University) llega a la conclusión de que es únicamente el uno por ciento de la economía que produce directamente “hardware” el que registra una excepcional aceleración del crecimiento de la productividad que no se puede explicar de otro modo. También el crecimiento real de la economía estaba en los últimos años por debajo del de cualquier anterior fase de expansión posterior a 1960. Únicamente el avance de los precios al consumo ha discurrecido en los años noventa de una forma realmente más contenida que antes, aunque con todo comparable al del “boom” de los años sesenta.

Sólo habría pocos aspectos verdaderamente nuevos en la “nueva economía” sobre todo en una perspectiva a plazo mayor que tenga presentes las diferentes revoluciones industriales. A veces se consideran también el ritmo y la dimensión del cambio. Sin embargo, los futurólogos como Herman Kahn han llevado ya en los sesenta en su caja de instrumentos interpretaciones que muestran que el espacio de tiempo entre una tecnología clave y la siguiente se va reduciendo y que la multiplicación del rendimiento de las nuevas tecnologías discurre de forma exponencial. Esto no excluye en absoluto que la economía americana se en-

cuentre hoy realmente al comienzo de una larga fase en la que las redes de información y comunicación representen sucesivamente un papel clave similar para la dinamización y modificación de la economía y la sociedad, como en su día el automóvil –no menos, pero tampoco no más–.

Parece asimismo plausible que el saber y el “ser capaz de” alcancen como factor de producción una mayor importancia. En esta economía basada en el saber puede que no escaseen tanto el capital y el factor trabajo como la calidad del liderazgo, la creatividad y el afán investigador. Ligada a ello está la mayor ponderación de valores inmateriales tales como las relaciones con la clientela, las marcas o las ideas creativas; según la empresa consultora Arthur Andersen, la participación del valor inmateral en el valor total de las empresas cotizadas en bolsa se ha incrementado entre 1978 y mediados de los años noventa desde el 5 por 100 al 80 por 100, lo que podría explicar una parte del despique de algunas cotizaciones bursátiles.

Sin embargo, todo esto no debería inducir a la creencia de que la “new economy” supone en cierto modo la anulación de la inercia económica. Incluso si la economía internacional se encontrara en los inicios de una onda prolongada de expansión, las oscilaciones de la coyuntura se mantendrían a pesar de todo en torno a una vía de crecimiento de plazo más largo, seguirían rigiendo las leyes de la oferta y la demanda y cualquier actuación tendría también en el futuro sus costes (de oportunidad). Por ello no es casual que donde más florezcan las empresas de la “new economy” sea donde ya desde hace bastante tiempo, en época de los presidentes Carter y Reagan, se practicaba una política desreguladora de la economía de mercado y se creaba un ámbito propicio para la innovación y el crecimiento. Consecuentemente la “nueva economía” representa allí en alto grado individualismo, responsabilidad y competencia. En cambio, en Europa parece alimentar más bien la esperanza de que, gracias a unos saltos tecnológicos cuánticos, sería posible catapultarse directamente a la edad de oro de la nueva economía y eludir así las temidas reformas. De consiguiente, en el Viejo Continente se tiende también a justificar de nuevo con Internet el activismo en la política industrial. Sin embargo, si de lo que se trata es de aprovechar el potencial oculto en la “new economy” la política económica tendrá que regirse por el tradicional orden del día de las reformas de la economía de mercado. Aunque el país económico de las mil maravillas siga siendo así un sueño, este realismo asegura un avance continuado hacia un bienestar duradero.