

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA
EN LA
PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

El crecimiento en la zona euro empieza a desacelerarse.....	117
Viejos males para la fantástica nueva economía.....	118
La economía de Estados Unidos sigue fuerte.....	119
El dólar baja ante señales de desaceleración.....	119
El BCE sube los tipos de interés para combatir la inflación.....	119
El plan fiscal de Francia.....	120
En Francia, sólo los socialistas aplauden el plan de reducción fiscal.....	120
Una economía norteamericana fuerte supone más problemas para el euro.....	120
La batalla por el euro.....	121
El FMI urge una intervención para mejorar el euro.....	122
Estados Unidos se beneficiaría del rescate del euro.....	122
El menguante poder de los tipos de interés.....	123
Lecciones de la crisis del petróleo.....	124
Los riesgos para la economía mundial.....	125
Euro: Los <i>fundamentals</i> políticos.....	126
Los 7G intentan salvar el euro.....	126
No todas las noticias son malas para el euro.....	127
Lección danesa.....	128
El euro necesita confianza.....	128
Una moneda sin solidez simbólica.....	129
SOS en las costas.....	130

El crecimiento en la zona euro empieza a desacelerarse

(Tony Barber, en *Financial Times* de 2-3 de sept.)

El crecimiento económico en la zona euro parece estar desacelerándose después de haber alcanzado un máximo en el segundo trimestre de este año, según datos publicados ayer.

El índice de Reuter-NTC de jefes de compra cayó en agosto por cuarto mes consecutivo, bajando a 58,6, frente a 59,2 en julio y a 60,7 en abril, el más alto de la historia de tres años del índice.

Aunque cualquier lectura por encima de 50 indica que el crecimiento sigue en el sector industrial, la cifra de agosto se apareja con otros datos recientes de Alemania y Francia, lo que indica que la recuperación de la zona euro ha alcanzado su máximo.

El índice IFO de Alemania de sentimiento de los empresarios bajó en julio por segunda vez consecutiva. En Francia, el índice INSEE de actividad industrial bajó en junio, y el paro creció ligeramente en julio.

Paralelamente, la producción industrial ajustada estacionalmente en la zona euro bajó un 0,4 por ciento en junio comparado con mayo. Fue la primera caída de

este año, según cifras publicadas ayer por Eurestat, la oficina estadística de la Unión Europea.

En un contexto histórico, la economía de la eurozona se halla todavía en una situación relativamente sólida. Se espera que el área de los 11 registre un crecimiento relativamente fuerte, bien por encima del 3 por ciento este año, frente a un crecimiento tendencial a largo plazo de entre el 2 y el 2,5 por ciento.

Por otra parte, la creciente evidencia de que el crecimiento ha alcanzado un tope puede pesar en el tipo de cambio, ya bajo, del euro, dado que uno de los factores de la debilidad de la moneda ha sido la incapacidad de la zona euro de igualar las cifras de crecimiento de Estados Unidos.

El euro se movió ayer alrededor de un centavo por encima de la cifra mínima histórica de 0,8837, registrada el jueves, con lo que había perdido alrededor del 2,5 por ciento, frente al dólar, desde la puesta en marcha de la moneda única.

Desde París, Jean Claude Trichet, el gobernador del Banco de Francia dijo que el crecimiento económico de la zona euro era todavía fuerte, y que los mercados financieros estaban subvalorando el euro. "Los *fundamentals* justifican un euro más alto de lo que es hoy".

Viejos males para la fantásica nueva economía

(Thomas L. Friedman, en *The New York Times - Herald Tribune* de 9-10 de septiembre)

Los líderes de los países de la OPEP estarán en Venezuela del 26 al 28 de septiembre en la que será sólo su segunda reunión en la cumbre desde que la OPEP fue creada en 1960. La reunión llega en un momento en que los precios del petróleo alcanzan los 34 dólares el barril, un máximo para la década.

El presidente de Venezuela, Hugo Chávez, el anfitrión de la cumbre, acaba de romper el cerco que aislaba Irak y voló a Bagdad para consultar a Saddam Hussein. He ahí lo que imagino fue su conversación.

Saddam: Huracán Hugo, ¿cómo está Vd.? Me gusta su manera de mortificar a los norteamericanos. ¡Me recuerda Vd. tanto a Fidel! Siento no poder asistir a la reunión de la OPEP, pero resulta que en el momento en que yo subiera al avión los norteamericanos lo destrozarían o le obligarían a aterrizar. Prométame que ustedes no permitirán que los sauditas les obliguen a mantener bajos los precios del crudo.

Los sauditas no cesan de repetirle a la OPEP esto: "La edad de piedra no terminó porque se agotaron las piedras. La gente inventó instrumentos alternativos. Y la edad del petróleo no terminará a causa de una escasez de crudo, sino porque le ponemos unos precios tan altos que estimulamos las alternativas".

Pero la verdad es que el precio del petróleo, hoy, es una fracción, en términos reales, de lo que llegó a ser en 1973. Ésta es la razón de que los norteamerica-

nos, todos, utilicen coches pequeños (*SUVs*). ¿Por qué íbamos a subsidiarles su desmesurado uso de gasolina?

Chávez: Hermano Saddam. Estoy completamente de acuerdo con Vd. Pero veamos cual es el problema. Yo necesito el dinero ahora. Irán necesita el dinero ahora. Ustedes necesitan el dinero ahora.

Todos nosotros tenemos unas poblaciones crecientes. Todos nosotros hemos destruido a las emprendedoras clases medias en nuestros países, y ninguno de nosotros quiere pasar por la reestructuración, la desregulación o la privatización exigida por la globalización porque esto significaría la cesión de poder. De forma que la subida de los precios del petróleo es el único medio que tenemos de sobrevivir económicamente.

Bush y Gore dicen ¿cómo os atrevéis a elevar los precios? Oh, déjeme que me ría. Creo que deberíamos proponer esto en el cumbre: Cesaremos de actuar como un cártel si Microsoft deja de actuar como un monopolio. Reduciremos el precio del crudo de conformidad con su coste de producción cuando Microsoft reduzca el precio de Windows 2000 a su coste de producción real. ¿Qué le parece?

Saddam: Magnífico. Y los norteamericanos juegan a nuestro favor. Parece como si yo fuera su ministro de Energía. Ellos no están preparados para el invierno. Sus reservas de petróleo para calefacción están un 40 por ciento por debajo de las del año pasado, y las reservas de crudo son las más bajas de los últimos 24 años. Los precios del petróleo para calefacción han alcanzado el precio más elevado de los 10 últimos años a causa del pánico que ha desencadenado el temor a que las refinerías del país no vayan a ser capaces de producir el combustible suficiente para calentar las viviendas en invierno.

He leído una historieta en la que expertos norteamericanos citaban algo llamado *The Farmers' Almanach*, el cual predice que el invierno será moderado, por lo que no tienen que preocuparse por nosotros. ¿Se lo imagina, confiando toda su economía en un almanaque escrito por granjeros?

Chávez: Son unos ilusos. Creen que ahora toda funciona con silicona. Todo es hablar de esa nueva economía. Pero el caso es que somos la mayor amenaza contra su prosperidad y la nueva economía. Sin petróleo, colega, no se come. Tenemos la sartén por el mango.

Ellos, simplemente, dependen de los sauditas para el incremento de la producción. Los imbéciles no comprenden la situación real de los sauditas. Éstos tienen una deuda de 140 m. m. de dólares, con una gran nómina pública y una red eléctrica tan necesitada de mejora que han tenido cortes de luz este verano. También tienen necesidad de dinero, amigo. Y el exceso de capacidad de que disponen los sauditas es sobre todo en aceites pesados, no en el crudo ligero que pide el mercado. Si Irán, Irak y Venezuela reducen la producción, aunque sólo sea un poco, podríamos dejar sin efecto un posible aumento de la producción de Arabia Saudita.

Saddam: Tal vez ha llegado la hora para una sorpresa en Octubre. He esperado nueve años para vengarme de George Bush. Ahora lo conseguiré en su hijo. ¿Puede Vd. imaginarse cómo irán las cosas si hacemos de los precios del petróleo una cuestión electoral, con el joven Bush y Cheney —la personificación de los grandes intereses petrolíferos— como candidatos a la presidencia? Gore y Liebowitz, o cualquiera que sea el nombre de este judío, se los comerán vivos.

Chávez: Si algunos de esos candidatos fuera un líder real les diría a los norteamericanos que necesitan inmediatamente una política de conservación de la energía con aumentos de los impuestos, de forma que el país deje de depender de nosotros. Fíjese de quien depende su nueva economía: de Irán, Irak y Venezuela, Rusia y Nigeria. ¡Una galería de malvados!

Saddam: Entonces estamos a salvo. ¡40 dólares: Ahí vamos!

La economía de Estados Unidos sigue fuerte

(*The Wall Street Journal Europe* de 4 de Septiembre)

Aunque datos recientes de la economía norteamericana parecían sugerir una desaceleración del crecimiento de Estados Unidos, son muchos los economistas que creen que la situación sigue siendo más sólida de lo que algunas cifras podrían indicar.

Aunque un mayor desempleo y cierta debilidad del sector industrial (*manufacturing*) parecían apuntar hacia un debilitamiento mayor de lo esperado, la mayoría de los expertos siguen sintiéndose cómodos con un ritmo de crecimiento anual superior al 3 por ciento. El aumento del paro registrado el pasado mes estuvo distorsionado por acontecimientos especiales, pero lo cierto es que la solidez de la economía no depende ya tanto del sector industrial como en el pasado.

Por otra parte, algunos economistas señalan que el menor aumento del empleo refleja tanto la menor disposición de trabajadores como una disminución de la demanda. "Los últimos datos sobre la confianza y el gasto indican que la economía crecerá todavía un 5 por ciento en la segunda mitad del año 2000, lo que supone la continuidad de un mercado de trabajo contraído".

En un análisis de Dow-Jones-CNBC realizado con respuestas de 25 bancos y agencias de intermediación, seis contestaron que la próxima decisión de la R. F. sería rebajar los tipos de interés, aunque esta no fue la opinión de la mayoría, entre la que figuraron siete que esperan incluso que el banco central proceda aún a una mayor contracción antes del fin de año.

El dólar baja ante señales de desaceleración

(*Herald Tribune* de 2-3 de septiembre)

El dólar bajó algo frente al euro y al yen en la medida en que los datos publicados el viernes proporcio-

naron la última prueba de que la economía norteamericana se está enfriando.

El dólar bajó a causa de la subida de la cifra del paro y de la contracción del sector industrial, cosas que señalaron que los tipos de interés fuera de Estados Unidos empiezan a acercarse a los de la Reserva Federal (6,50 por ciento). Algunos analistas han manifestado que los mencionados datos anunciados el viernes promovieron rumores de que la próxima decisión de la R. F. puede ser una disminución de los tipos. Las últimas cotizaciones situaron al euro en 88,81 centavos de dólar, después de haber alcanzado un mínimo el jueves (88,37 centavos). (Por lo que se refiere al yen, las cifras fueron 106,025 y 106,670 yens por dólar).

La cifra del paro subió algo en agosto (4,1 por ciento, frente al 4 por ciento en julio), y el total de las nóminas bajó en 105.000, la mayor caída en nueve años.

Las pérdidas del dólar se aceleraron después de que un informe sobre la industria mostrara que el sector disminuyó en agosto, por primera vez desde 1999. La National Association of Purchasing Managers manifestó que su índice de producción bajó a 49,5 en agosto (frente a 51,8 en julio).

Sea como fuere, nadie ve claro el futuro del euro, aunque en esta ocasión ha recibido un poco de oxígeno.

El BCE sube los tipos de interés para combatir la inflación

(John Schmid, en *Herald Tribune* de 1 de Septiembre)

El Banco Central Europeo subió el jueves los tipos de interés del grupo de los 11 países de moneda única en una iniciativa cautelosa destinada a enfriar la inflación sin por ello detener el crecimiento económico o provocar una huida de euros.

Pero apenas hubo el Banco Central elevado el tipo de interés en unos moderados 0,25 puntos porcentuales (alcanzando así el 4,5 por ciento), que el euro descendió hasta mínimos históricos, en medio de quejas de los economistas que piensan que así se ha puesto en peligro la expansión en los países de la zona euro.

El propio Banco, sin embargo, rechazó las críticas diciendo que "los datos más recientes han confirmado que el área euro ha entrado en una etapa de fuerte crecimiento, y que las perspectivas son muy positivas".

Algunos analistas, con todo, criticaron al Banco Central por no moverse más agresivamente. Se había esperado que el BCE elevaría los tipos en medio punto. Ruediger Pohl, director del Institute for Economic Research, de Halle, dijo que el incremento había sido "demasiado pequeño", y que había dejado abierta la posibilidad de que se produjeran nuevas subidas pronto. Esto, según los analistas mantendría la presión sobre el euro.

El plan fiscal de Francia

(Barry James, en *Herald Tribune* de 1 de Septiembre)

Francia anunció el jueves un programa destinado a reducir impuestos y eliminar trámites administrativos, en un intento de hacer más eficaz su sistema fiscal y de favorecer el empleo. Pero, en contraste con la decisión de Alemania de poner en marcha un plan orientado a favorecer a las empresas, la propuesta francesa favorecerá principalmente a los individuos de salarios bajos.

El ministro de Finanzas, Laurent Fabius, dijo que las reducciones de impuestos supondrían un total de cerca de 120 m. m. de francos (16.330 m. m. de dólares) en los próximos tres años.

Todos los países de la UE se han fijado el objetivo de crear empleo. Pero el plan aprobado por el Parlamento alemán en Julio es más agresivo a favor de las empresas que la reforma anunciada por Fabius, que ofrece relativamente pocas ventajas para las empresas, excepto para las pequeñas.

El impuesto sobre sociedades (*corporate*) seguirá siendo del 33,3 por ciento, pero Fabius dijo que un recargo impuesto por el anterior gobierno sería eliminado. El impuesto para compañías con un volumen de negocio inferior a 250.000 francos al año será reducido un 15 por ciento. En Alemania, el nuevo "paquete" reducirá el impuesto sobre sociedades al 25 por ciento, frente al 30 por ciento.

El tipo marginal más elevado del impuesto sobre la renta, pagable sobre los ingresos imponibles superiores a 295.000 francos, será reducido, en 2003, al 52,5 por ciento, frente al 54 por ciento actual, mientras que los tipos del impuesto sobre la renta de la parte inferior de la escala salarial recibirán una mayor reducción (de 3,5 puntos porcentuales). Alemania redujo su tipo superior del impuesto sobre la renta al 42 por 100, frente al 51 por 100.

Fabius dijo que el objetivo de la reforma era conseguir que el sistema fiscal fuera más equitativo (*fair*) y que repartiera mejor los beneficios del crecimiento económico. Fabius estimó que el 94 por ciento de los contribuyentes vería sus impuestos reducidos en un 10 por ciento a lo largo de 3 años.

Los gobiernos del grupo de los 11 países han acordado que todos ellos reducirían impuestos, que todos limitarían el gasto público y que disminuirían los déficit públicos para que la zona de la moneda única fuera más competitiva internacionalmente.

En su último informe sobre finanzas públicas en la zona euro, la Comisión Europea se refirió a la carga fiscal definiéndola como la *ratio* entre los ingresos fiscales y el PIB, añadiendo que era muy elevada en comparación con la de la mayoría de los países. En 1999 fue del 43 por ciento del PIB, lo que equivale a 14 puntos porcentuales superior a la de Estados Unidos, y 16 puntos más alta que la de Japón...

En Francia, sólo los socialistas aplauden el plan de reducción fiscal

(*Le Monde* de 2 de Septiembre)

Lionel Jospin confiaba mucho en las rebajas de los impuestos para asegurar el éxito de su gobierno a la vuelta del verano. La salida de Jean-Pierre Chevènement, sin embargo, le ha amargado el otoño. Y la actitud de Laurent Fabius, que ha utilizado mucho el "yo" estos últimos días para anunciar su plan fiscal, le ha puesto nervioso. El jueves 31 de agosto, el primer ministro quiso poner los puntos sobre las *ies*, y el ministro de Economía y de Finanzas ha hecho como si volviera a la disciplina gubernamental, poniendo de manifiesto el papel decisivo de Jospin.

A menos de dos años de las elecciones legislativas y presidenciales, el plan de reducción de impuestos de 120 m. m. de francos en el período 2001-2003, adquiere, de hecho, un significado muy particular. Y, tras ser revelado, el plan ha empezado a suscitar, en la izquierda, un debate cargado de ideas de difícil interpretación. El presidente de la comisión de finanzas en la Asamblea Nacional, Henri Emmanuelli, es uno de los pocos socialistas que ha dado a conocer cierto descontento. François Hollande, por su parte, ha calificado el plan de Fabius de "substancial, justo y equilibrado".

En los otros componentes de la mayoría "plural", por el contrario, las críticas son más claras. Un diputado de los Verdes de la Gironda estima que Jospin ha caído en el "blairismo", con medidas de tinte electoral. Robert Hue, secretario nacional del partido comunista, juzga como "muy insuficientes" las pocas medidas fiscales anunciadas el jueves, y recuerda que, para su partido, "es urgente aumentar los salarios, las pensiones y los mínimos sociales", cosa que el plan del gobierno no prevé.

"¿Por qué hacer este regalo a los ricos, que viene a añadirse a la supresión de la *vignette* que ha venido gravando a los automóviles?"

Las medidas que aligeran la fiscalidad del petróleo están también lejos de ser aplaudidas por la izquierda comunista. Hue lamenta "el rechazo persistente de que una disminución de los impuestos sobre los carburantes se traduzca en una rebaja de los precios en el surtidor". Los Verdes, en cambio, estiman que las medidas son conformes a la política ecologista que ellos propugnan.

Una economía norteamericana fuerte supone más problemas para el euro

(Tom Buerkle, en *Herald Tribune* de 18 de Septiembre)

El euro parece predispuesto a descender significativamente en las próximas semanas —tal vez a 80 centavos de dólar, y tal vez más— a pesar de los intentos llevados a cabo por el Banco Central Europeo la pasada semana en el sentido de predisponer a todo el

mundo a favor de la moneda única. Esto es lo que dicen los analistas.

Pero las expectativas a la baja reflejan una creciente creencia de que lejos de estar próxima una reacción al alza, el euro es la principal víctima de una recuperación a largo plazo del dólar comparable a la revalorización de éste de principios y mediados de los años 80. Algunos analistas han sugerido que el dólar podría aproximarse a los niveles alcanzados frente a las monedas europeas a comienzos de 1985, lo que implicaría una caída del euro por debajo de los 70 centavos. C. Fred Bergsten, director del International Economics Institute, de Washington, dijo: "Ciertamente, podría situarse en los 70 ó 75".

Una potente y persistente intervención por parte del BCE o una crisis de la economía norteamericana podrían frenar la baja del euro, pero la mayoría de los analistas ve pocas posibilidades de que esas cosas ocurran por ahora.

La razón principal de la debilidad del euro sigue siendo el éxito de la economía norteamericana y la consiguiente atracción de activos por parte de Estados Unidos. La demanda de dólares está alimentada por una tasa de crecimiento de más del 5 por ciento, las aceleradas mejoras de la productividad y las importantes operaciones de adquisición de negocios norteamericanos por parte de empresas europeas.

Contrariamente a lo que ocurre en Estados Unidos, las noticias procedentes de Europa han sido más bien negativas. La mayor parte de los analistas dicen que los líderes europeos no se han mostrado capaces o dispuestos a gestionar el euro eficazmente. Esta impresión adquirió fuerza la semana pasada, cuando los ministros de Finanzas de los 11 países del euro apenas pudieran encontrar palabras vagas para defender el euro después que el canciller alemán pusiera de manifiesto los beneficios económicos que resultaban de un euro débil.

El desconcierto político puede explicar porqué el Banco Central Europeo no ha intervenido para comprar euros, limitándose la semana pasada a anunciar la venta de 2,5 m.m. de euros (2,13 m.m. de dólares) procedentes de los intereses de sus reservas exteriores. Esta acción "fue como el sustituto de una intervención, sobre la cual no existe consenso". El viernes, el euro bajó a 85,40 centavos.

El euro podría sufrir otro golpe político si los electores daneses, en el referéndum que se ha de celebrar el 28 de septiembre, rechazaran el acceso a la moneda única. La debilidad del euro más bien ha dañado el voto afirmativo.

La reciente subida del precio del crudo ha perjudicado también al euro. Unos mayores precios del petróleo representan un obstáculo para la recuperación de la economía europea, en el sentido de que aumentan las presiones inflacionistas y disminuyen las perspectivas de crecimiento. La OCDE estima que un 10 por ciento de incremento del precio del crudo aumenta la inflación en la Unión Europea en unos 0,6 puntos por-

centuales, lo que se compara con sólo 0,4 puntos en Estados Unidos.

Unos mayores precios del crudo crean una mayor demanda de dólares dado que el crudo cotiza en dólares y que la mayor parte de los exportadores de crudo guardan sus ingresos en bonos norteamericanos. El precio del crudo explica en buena parte que la balanza corriente de la zona euro se haya deteriorado este año, un variación que ha eliminado una de las principales ventajas del euro frente al dólar.

Todos estos factores explican el gran cambio que se ha producido este año por lo que se refiere a las actitudes frente al euro en las últimas semanas, después de haberse pronosticado una reacción del euro el año pasado. J. P. Morgan & Co., por ejemplo, abandonó su previsión de recuperación por encima de 1 dólar no hace mucho, sustituyéndola por otra en la que el euro se mantiene por debajo de 90 centavos durante un año entero...

Sin embargo, al euro todavía le quedan fieles devotos. Según éstos, la recuperación económica de Europa, combinada con reformas estructurales como las fiscales que están teniendo lugar en Alemania y Francia, deberían sostener al euro, incluso teniendo en cuenta que el sentimiento del mercado cambia de signo sólo tras un prolongado lapso de tiempo.

La batalla por el euro

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

El Banco Central Europeo abrió la caja de Pandora la pasada semana con su anuncio de que estaba comprando euros con el importe de los intereses obtenidos de sus reservas de cambio. Las especulaciones sobre la intervención están alcanzando una situación febril. Michel Mussa, el primer economista del FMI, apoyó ayer la idea, con lo que dio paso a nuevas expectativas sobre una posible acción en tal sentido.

El BCE se halla ahora en una situación comprometida. Los políticos han dicho repetidamente que la intervención es siempre posible, en un intento de crear cierta incertidumbre en el mercado de cambios. Pero con el euro sucesivamente más bajo frente al dólar, los agentes están ahora pidiendo ver el color del dinero del banco central.

Ciertamente, la zona euro tiene los recursos para elevar los tipos de cambio perjudicando a los especuladores. La región tiene un total de reservas exteriores de 260 m.m de euros, casi el doble de la salida de las inversiones directas del año pasado. Pero la intervención encuentra tres grandes obstáculos importantes. Primero, el BCE actuaría probablemente solo. Aunque el euro estará en el orden del día del Grupo de los Siete que ha de reunirse más tarde, esta semana, es poco probable que Estados Unidos esté interesado en aceptar acción coordinada alguna. Que una Administración norteamericana venda dólares, con todas las consecuencias potencialmente inflacionistas, en la recta final

de las elecciones presidenciales, es políticamente impensable.

Segundo, el simple hecho de hablar de intervención ha minado su efectividad potencial, eliminando el factor sorpresa.

Tercero, y más importante, hay razones estructurales que explican la debilidad del euro. Como decía el *World Economic Outlook* de ayer, Estados Unidos es contemplado como una mejor elección a largo plazo, y esto se refleja en los flujos de capital. EE.UU. atrajo 125 m.m. de dólares en forma de inversiones directas en 1999, en tanto que la zona euro registró salidas de casi 150 m.m. de dólares. Para ser efectiva frente a esas fuerzas, la intervención debería ser grande, y probablemente repetida.

Por lo demás, los costes de un euro débil no son lo suficientemente grandes para justificar los riesgos de una intervención en gran escala. En vez de esto, los políticos de la zona euro deberían concentrarse en la mejora del potencial económico de la región, con vistas a igualar al de Estados Unidos. Hasta que las percepciones de los inversores sobre las perspectivas a largo plazo de la zona euro cambien, el combate para sostener el euro podría resultar una batalla cuesta arriba.

El FMI urge una intervención para mejorar el euro

(Alan Friedman, en *Herald Tribune* de 20 de Septiembre)

El Fondo Monetario Internacional tomó el martes la inusual decisión de aconsejar a los principales bancos centrales mundiales que procedan a una intervención coordinada destinada a invertir el curso de la espiral a la baja de la moneda única europea.

Con palabras predominantemente duras, Michael Mussa, el primer economista del Fondo, se expresó en estos términos: "Creo que son raras las veces en las que los países grandes deben intervenir, pero no podemos dejar de preguntarnos: Si no es ahora, ¿cuándo?".

La caída del euro —cotizó a un nuevo mínimo el martes y ha perdido más de un cuarto de su valor desde su puesta en marcha en enero de 1999—, junto con la subida del precio del crudo, ha desestabilizado los mercados financieros en los últimos días. Crece así la preocupación de que los dos impactos, juntos, puedan alterar un equilibrio económico que ha alimentado un período de notable prosperidad en Estados Unidos y que ha presidido la recuperación de otros mercados clave.

Pero la recomendación de intervención por parte de Mussa es un reto endiablado para los ministros de Finanzas de los países ricos del Grupo de los Siete en el momento en que se preparan para reunirse en Praga, el sábado. La Administración Clinton ha mostrado poco entusiasmo ante los requerimientos de Europa en favor de una acción coordinada para estimular al euro. En cualquier caso, un representante europeo manifestó que el caso sería sometido a la considera-

ción de Larry Summers, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, en la reunión del sábado.

Según Mussa, el nivel actual del euro indica que se halla "significativamente desalineado" frente al dólar y al yen japonés. Advirtió que su debilidad podría suponer una amenaza no sólo para la misma Europa sino también para las economías de Estados Unidos y de Japón.

"Solía yo decir que un euro débil es más una molestia que un problema, pero recientemente se ha convertido en un problema", manifestó Mussa.

En otra entrevista, se preguntó a Mussa si el FMI venía a pedirles explícitamente a los europeos, a los japoneses y a la Reserva Federal norteamericana que iniciaran una acción conjunta para promocionar el euro. La respuesta fue "sí", añadiendo que "una acción conjunta podría transmitir un mensaje a los mercados en el sentido de que tal vez han ido demasiado lejos en la apreciación de ciertas divisas clave".

El Banco Central Europeo —añadió— podría utilizar la política de los tipos de interés para apoyar una intervención. El banco, que gestiona la política monetaria para los 11 países que adoptaran la moneda única en enero de 1999, ha estado subiendo los tipos de interés, en una acción que normalmente representa la defensa de una nueva moneda, pero tal acción no ha servido para sostener el euro. De hecho, unos mayores tipos de interés elevan el precio de los créditos, amenazando al crecimiento económico...

Estados Unidos se beneficiaría del rescate del euro

(Paul Krugman, en *The New York Times - Herald Tribune* de 21 de Septiembre)

¡Ay! ¡Pobre euro! La nueva moneda europea, puesta orgullosamente en marcha hace menos de dos años a un cambio de 1,17 dólares, ha caído a unos humillantes 0,85 centavos. Y las cosas parecen podridas en el Estado de Dinamarca, donde un referéndum que ha de tener lugar la semana próxima —sobre ser o no ser parte de la Unión Monetaria Europea, esta es la cuestión— da la impresión de que va a acabar con la derrota de las fuerzas pro-euro.

A lo largo del fin de semana, cuando los ministros de Finanzas de los principales países industriales se reúnan en Praga, el renqueante euro dominará con toda probabilidad las discusiones. A los europeos les gustaría mucho que Estados Unidos se uniera a ellos para reevaluar el euro. Toda da a entender, sin embargo, que no será así. Pero debería serlo.

Permítanme que admita que he llegado a esa conclusión sólo después de dudar mucho. Como regla general, las grandes economías como Estados Unidos o la Unión Europea pueden y deben estar tranquilas a propósito de las fluctuaciones de los tipos de cambio

de sus monedas. Contemplé la situación atentamente cuando el euro bajó de 1,17 dólares a 1 dólar, y me pareció que se producía mucho ruido por nada. Además, normalmente, los intentos de manipular monedas con intervenciones fracasan, y cuando fracasan, las monedas y la credibilidad de los gobiernos se derrumban en tándem. (El primer ministro John Major intentó revalorizar la libra en 1992. El embarazoso fracaso de la operación constituye una de las razones de que Tony Blair sea hoy primer ministro).

Pero hay ocasiones en las que las reglas generales no deben aplicarse, y todo parece indicar que nos hallamos ante una de ellas. El martes, Michael Mussa, primer economista del Fondo Monetario Internacional, planteó el problema en estos términos: "Son pocas las circunstancias que aconsejan una intervención, pero a veces se presentan. Uno ha de preguntarse: si no es ahora, ¿cuándo?". Así es, en efecto.

¿Porqué es una intervención, normalmente, una mala idea? Porque los mercados cambiarios son inmensos, tan inmensos que incluso la intervención de un gran país se la llevará el viento si lo que se pretende es hacer frente al sentimiento firme de un mercado.

El gobierno de Major tiró 50 m.m. de dólares para defender la libra en 1992. El mercado, convencido de que la libra no tenía a dónde ir salvo para abajo, engulló dicha suma como si nada, y la libra siguió bajando.

Pero, a veces, un ataque contra una moneda es motivado no tanto por razones económicas sino por razones obtusas (*herd mentality*). Básicamente, esto ocurre cuando la caída de la moneda no tiene razón de ser. En tales casos, si todo va bien, los mercados rectifican, como diciendo: gracias, necesitaba esta advertencia, y recuperan la serenidad.

Y la caída del euro se parece mucho al comportamiento de un rebaño (*herd*). Para justificar la debilidad actual del euro uno tiene que creer no sólo que la "nueva economía" proporcionará Estados Unidos un crecimiento espectacular e indefinido, sino que Europa no experimentará nunca una expansión comparable. Y esto no es plausible. La extraordinaria debilidad del euro es posible sólo porque los inversores, encandilados por el corto plazo, han dejado de pensar en el futuro, o tal vez en pasado mañana.

Ése es exactamente el tipo de situación en el que una intervención podría tener éxito, pero sólo, probablemente, si Estados Unidos participa en ella.

¿Deberíamos tomar ese riesgo? No hay duda: el riesgo existe. La intervención puede fracasar, dañando nuestra propia credibilidad. O puede que sea un éxito excesivo, poniendo al dólar en una situación difícil. Pero también hay riesgos si no se interviene.

Norteamérica, después de todo, tiene un interés directo en que el euro siga un curso más razonable. La debilidad de la moneda europea ha alcanzado un punto en el que empieza a perjudicar los resultados de muchas compañías norteamericanas para las que Europa es un gran mercado. Pero la razón realmente importante que ha de llevar a ayudar a Europa ahora es la

de sentar un precedente. A pesar de su poco brillante comienzo, el euro no va a desaparecer, y será una de las dos grandes monedas en los años venideros. Y si bien es difícil imaginar en estos días del todopoderoso dólar, llegará el día en que desearemos que los europeos defiendan nuestra moneda. Hagamos ahora por los otros lo que querríamos que éstos hicieran por nosotros cuando se presente la ocasión.

El menguante poder de los tipos de interés

(Reginald Dale, en *Herald Tribune* de 15 de Septiembre)

Según no pocos observadores, el Banco Central Europeo "se está teniendo que enfrentar con un dilema preocupante, al tener que elegir entre una elevación del tipo de interés para defender el euro, con el riesgo de asfixiar el crecimiento económico, o dejar inalterados los tipos para prolongar la recuperación europea, con el riesgo de ver cómo el euro se sigue deslizando".

Un dilema similar, en una forma mucho más aguda, se les presentó hace tres años a los países asiáticos afectados por la crisis financiera de 1997. Se temió entonces que las significativas alzas de los tipos de interés preconizadas por el FMI para estabilizar las monedas de Tailandia, Corea de Sur e Indonesia conducirían a recesiones devastadoras.

En realidad, sin embargo, tales dilemas no resultaron tan devastadores, en las circunstancias presentes, como se temió.

La asunción de que las alteraciones de los tipos de interés alterarán efectivamente y con razonable rapidez el valor de una moneda —cosa generalmente aceptada años atrás— no resiste hoy un análisis de la realidad.

No hace mucho, los economistas construían alegremente modelos económicos que incorporaban las diferencias de los tipos de interés como el principal —si no el único— factor que influía a los tipos de cambio. Los agentes de cambio observaban los tipos de interés más atentamente que cualquier otro indicador.

La teoría era muy simple: un país que subía los tipos de interés atraería más inversores, aumentando la demanda de su moneda, subiendo el valor de ésta. El aumento de los tipos, por otra parte, sugería una mayor seriedad en la lucha contra la inflación. La disminución de los tipos tendría el efecto opuesto.

El problema es que, por lo menos recientemente, la teoría no ha funcionado en la práctica. La caída del euro ha continuado a pesar de que el BCE ha elevado los tipos seis veces en diez meses, y se espera que los suba de nuevo en uno u otro momento.

El dólar, por otro lado, ha continuado elevándose frente al euro incluso cuando muchos agentes afirman que los tipos de interés de Estados Unidos han alcanzado un máximo y que los más probable es que se reduzcan.

Durante la crisis asiática, las monedas siguieron bajando bastante después de la fuerte subida de los tipos de interés, con lo que surgieron “dudas sobre la eficacia de los aumentos de los tipos para defender una moneda”, según dijo el FMI en un informe interno.

Un estudio hecho en el Reino Unido llegó a la conclusión de que los diferenciales de los tipos de interés tenían poco que ver con la fortaleza de la libra frente al DM en los años recientes. La principal razón es que los mercados financieros creían que Gran Bretaña había ido adoptando sucesivamente reformas económicas estructurales, en especial un más flexible mercado de trabajo, mientras que Alemania no lo hacía.

Hoy, muchos economistas confiesan sin dudar lo que uno de los más difíciles aspectos de su profesión es explicar los movimientos de los tipos de cambio, y no digamos su predicción. Al construir sus modelos, prefieren no entrar en la psicología de los mercados.

“Es difícil modelar en qué fijarán su atención los agentes de cambio”, dice Charles Engel, de la Universidad de Wisconsin.

Pero está claro que los agentes ya no se concentran primordialmente en los movimientos de los tipos de interés. En cambio, lo que miran ante todo es la tasa de crecimiento de un país, su potencial de crecimiento y su productividad cuando tratan de comprar o vender su moneda.

Otras razones de la menor influencia de los tipos de interés es el movimiento masivo de fondos europeos fuera de los mercados de bonos —en los que los tipos de interés afectan directamente al valor de una inversión— y en los de acciones, en que la influencia de los tipos de interés es “algo más difusa”.

Grandes sumas de dinero europeo han entrado en Estados Unidos, deprimiendo el euro, no a causa de los tipos de interés sino a causa de la confianza en que el mercado de acciones de EE.UU. seguirá subiendo firmemente y por la creencia de que EE.UU. sigue siendo una mejor plaza para los negocios que Europa. Los inversores norteamericanos han estado mucho menos inclinados a situar fondos en el extranjero.

Si los mercados de acciones (*equities*) rinden beneficios del 20 por ciento año tras año, no es extraño que sean más atractivos que otros que rinden el 5 por ciento, como es el caso de los bonos europeos, incluso si son más arriesgados. Esto es lo que piensa un ejecutivo de Lehman Brothers en Londres.

Pero los tipos de interés tienen aún alguna influencia. “A largo plazo”, dice Engel, “todavía es cierto que los países con mayores tipos de interés reales tienden a tener unas monedas más fuertes”.

Esto no ayuda mucho al BCE cuando trata de decidir lo que debe hacer en el día a día.

Lecciones de la crisis del petróleo

(*Financial Times*. Editorial de 16–17 de septiembre)

Hace una semana, los políticos y los inversores británicos podían mirar con cierta satisfacción las acumulaciones de camiones que interrumpían el tráfico en Francia. Las protestas en la industria eran cosa del pasado. Un gobierno británico no cedería nunca ante las tácticas belicosas de un grupo de presión (*a pressure group*). La policía impediría cualquier alteración ilegal. El poder de los trabajadores organizados para tener al país como rehén había sido eliminado.

La protesta extraordinariamente eficaz de camioneros y de agricultores ha destrozado esta ilusión. Con las protestas en su fase final (por ahora), pueden sacarse algunas lecciones, algunas nuevas y otras viejas.

Primero, los gobiernos necesitan reconsiderar asunciones convencionales a propósito de los lazos (*links*) en la economía. La notable facilidad con que unos cuantos manifestantes congregados alrededor de algunas terminales de combustible estratégicamente situadas podía paralizar el país sorprendió a todo el mundo.

La conclusión equivocada sería condenar el pánico que condujo a la compra de petróleo para evitar las consecuencias del caos. Los consumidores procedieron de forma racional. En la medida en que no se pudo confiar en las reservas (*stocks*) almacenadas normalmente, todo el sector hizo cuanto pudo para asegurarse las mayores cantidades posibles.

La crisis debería recordar también a los inversores que no deben confundir la “nueva economía” con la economía en su conjunto. Los sectores tecnológicos todavía dependen de los camiones de la “vieja economía” que transportan mercancías esenciales.

Los lazos económicos no se limitan al transporte físico: aunque los transportistas y agricultores británicos no sientan mucha simpatía por sus competidores continentales, se encuentran en el mismo bote que éstos, y han aprendido de su éxito a través del canal de la Mancha. Las modernas comunicaciones les posibilitó ser altamente eficaces sin necesidad del apoyo de un sindicato o de una federación industrial. El gobierno encontró casi imposible contrarrestar eficazmente las poco estructuradas protestas.

La segunda gran lección es cómo hacer que los gobiernos sean más eficaces la próxima vez. La actuación de Tony Blair la semana pasada pareció la acción de un golfista novato. Cualquiera que fuera el palo elegido, lo cierto es que no acertó a golpear la pelota. Las órdenes transmitidas a la policía llegaron a oídos sordos. Las exigencias de unos precios del crudo menores fueron del todo inútiles.

Los ministros deberían examinar los archivos de 1981, cuando Margaret Thatcher se enfrentó a los mineros. No estaba preparada: los stocks de carbón eran pequeños. Pero después de su victoria espectacular de 1983, Thatcher estaba dispuesta y, un año más tarde, vencieron los mineros.

Una tercera lección que los gobiernos deberían recordar es que, en una democracia moderna, mucha gente no compartirá su visión. A pesar de la preponderante popularidad del gobierno Blair, grandes números de personas —agricultores, conductores de camión, propietarios de pequeños negocios— se sienten desprotegidos. El gobierno los ha ignorado, hasta ahora. Ante las cámaras de la televisión, esta semana, sostuvieron sus razones con pasión y convicción. Y la mayoría de los británicos estuvieron encantados de hacerle recordar a Blair los límites del poder político.

La cuarta y más vieja lección se refiere a la imposición. En el siglo XVII, Jean Baptiste Colbert, el administrador general de finanzas de Luis XIV, dijo lo siguiente: "El arte de la imposición consiste en desplumar el ganso de tal forma que se obtenga el mayor número de plumas con la menor cantidad posible de chillidos". Estas palabras siguen siendo válidas hoy.

En los años 1990, gobiernos de los dos partidos han elevado los impuestos en Gran Bretaña. Evitaron aumentar los tipos de los impuestos principales, el impuesto sobre la renta o el IVA, por miedo a provocar una protesta sonada. Tuvieron que acudir a otros impuestos. El impuesto sobre el petróleo fue el favorito. Pero este camino tiene sus límites. Los gansos chillan.

En el futuro, los gobiernos que quieran obtener ingresos adicionales tendrán dos opciones. Confiar en el drenaje fiscal, esto es, incrementar los ingresos fiscales más deprisa que el crecimiento económico, y aceptar que esto no va a producir sumas significativas, o bien ser honestos y argüir abiertamente a favor de impuestos más altos, tratando de convencer al público de los beneficios relativos de la propuesta de gastos adicionales.

Este gobierno no puede confiar en una presentación inteligente para evitar una tempestad política. Los intentos de los ministros para negar que los impuestos sobre el petróleo fueran altos se volvieron en su contra. Su incapacidad para defender coherentemente una elevada imposición sobre el carburante a lo largo de los años le deja con pocas opciones.

Si las cargas del petróleo se reducen en el informe previo al Presupuesto, en noviembre, los que han protestado habrán ganado, igual que en Francia. Cualquiera otro grupo de presión (*special interest group*) en Gran Bretaña aprenderá las lecciones. Blair debe estar preparado.

Los riesgos para la economía mundial

(*Financial Times* de 23 de Septiembre. Editorial)

Fue un melodramático prelude a la reunión de este fin de semana de los ministros de Finanzas de las mayores economías del mundo. Inesperadamente, los grandes bancos centrales intervinieron en defensa del euro. El mercado del petróleo fue sobresaltado por una propuesta de situar en el mercado una parte de las reservas estratégicas de Estados Unidos. Y un aviso de

Intel sobre sus beneficios provocó una importante venta de acciones tecnológicas.

Los políticos que se reunieron al principio de los encuentros del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial en Praga tendrán mucho que discutir. Los desequilibrios en el tipo de cambio euro/dólar y en el mercado del petróleo son los dos mayores obstáculos en un panorama global tranquilo.

El *Outlook* del FMI publicado esta semana informa que el crecimiento mundial alcanza máximos poco frecuentes, con incrementos de la producción, estimándose que va a producirse una reducción del 4,7 por ciento de este año a un todavía positivo 4,4 por ciento en 2001. Lo bueno de esta evolución es que la reducción prevista será más uniforme y equilibrada.

Se prevé que la economía de Estados Unidos se desacelere, prediciendo el Fondo el crecimiento de sólo el 3,2 por ciento el año próximo, aunque Norteamérica tiene una tendencia a mejorar las expectativas. La zona euro debería crecer firmemente este año y el siguiente. Esta convergencia en la expansión debería significar que alguno de los desequilibrios en la economía mundial, incluyendo el importante déficit corriente de Estados Unidos, empezara a corregirse.

Y los buenos resultados mundiales deberían favorecer un crecimiento rápido en muchas de las economías emergentes. En Asia, se espera una notable tasa del 6,7 por ciento este año, mientras continúe la recuperación de la crisis. Incluso África, pesar de sus formidables problemas políticos y económicos, podría alcanzar un crecimiento del 4,4 por ciento el año próximo.

A medida que la economía europea ha progresado, la caída del euro ha preocupado más, elevando las expectativas de una intervención del Banco Central Europeo. Pero la acción coordinada anunciada ayer, que implica a la Reserva Federal de EE.UU., al Banco de Japón y al Banco de Inglaterra, produjo verdadera sorpresa. Claramente, la infravaloración del euro ha sido de tal magnitud que ha llegado a persuadir a los norteamericanos de que la intervención conjunta era de interés general.

¿Funcionará la intervención? El hecho de que se haya conseguido un acuerdo general aumenta la probabilidad de éxito. Pero los bancos centrales se enfrentan a una gran corriente de flujos de capital. La intervención puede parar posteriores caídas del euro, pero puede que no consiga que suba hasta alcanzar la paridad con el dólar.

El crudo ocupará asimismo un importante lugar en el orden del día de las reuniones del 7G. Aunque el precio del petróleo ha disminuido algo esta semana, el mercado sube y baja, y ciertos factores podrían empujar de nuevo al crudo para arriba: tempestades en el golfo de Méjico, maniobras de Saddam Hussein o un adelanto del invierno.

El problema no afecta sólo a la producción. La mayoría de los países productores de petróleo, tanto de dentro como de fuera de la OPEP, están ahora sacando

tanto crudo como pueden: sólo Arabia Saudita podría producir más. Lo que ocurre es que la crisis es consecuencia de una combinación de reducciones de la producción en el pasado —que ha llevado a unas reservas reducidas— y a cuellos de botella en la capacidad de refinado en Estados Unidos.

Aunque el mundo es mucho menos dependiente del crudo de lo que solía, y que el precio del petróleo es mucho menor que a últimos de los 70 y principios de los 80, el daño al crecimiento mundial podría ser todavía significativo. El FMI estima que un incremento sostenido de 5 dólares en el precio del barril reduce la producción en los mayores países industriales en alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Algunos países en desarrollo podrían resultar más negativamente afectados todavía.

¿Qué es lo que puede hacerse con el precio del crudo? También aquí se especula con la intervención, esta vez utilizando las reservas estratégicas de petróleo de Estados Unidos. Pero a no ser que se acuda a unas ventas dramáticas, los precios del petróleo están destinados a permanecer elevados. La única respuesta válida es reducir el impacto inflacionista a través de la política monetaria.

En este incierto contexto, los mercados de acciones están también dando muestras de cautela. Tras la euforia de 1999 y principios de 2000, los recientes comportamientos de los mercados de acciones han sido muy monótonos.

En primer lugar, las bajas reflejaban principalmente una reestimación de la valoración de los *stocks* de Internet. Pero ahora las preocupaciones son mayores. Intel proporciona un ejemplo de las dificultades que un dólar fuerte ocasiona a los exportadores norteamericanos. Y existe una creciente preocupación sobre el impacto que los altos precios del petróleo pueda tener en los beneficios. El mercado de Estados Unidos, en las circunstancias presentes, puede estar alcanzado un tope.

Los mercados europeos pueden resultar un poco más animados. Si la caída del euro es contenida, los inversores pueden ser dirigidos hacia alguno de los países que mejores resultados obtengan, como Francia. Si Europa vuelve a ponerse de moda, los flujos internos de las carteras podrían reforzar los apoyos oficiales al euro. Esto puede conducir a que la próxima reunión del 7G esté menos llena de sorpresas.

Euro: Los *fundamentals* políticos

(*Le Monde* de 24–25 de Septiembre. Editorial)

Sin duda existían mil buenas razones para justificar la intervención concertada el viernes 22 de septiembre de los principales bancos centrales a favor del euro. Con el añadido del alza del precio del petróleo, la persistente caída de la moneda única amenazaba el crecimiento. Según Loyola de Palacio, la comisaria europea encargada de los transportes y de la energía, el alza del barril y la baja del euro tienen una deplorable con-

secuencia mecánica en el seno de la Unión: un punto de inflación más; 0,3 por ciento de crecimiento menos. El momento se presenta siempre cuando las ventajas generadas por la depreciación de una moneda —ventajas concurrentes en las exportaciones, sobretodo— acaban por invertirse: pérdida de confianza en el valor de un instrumento de pago y de ahorro, encarecimiento de las importaciones, produciéndose una situación que se instala y a la que se debe poner remedio.

En el caso del euro, todos tenían interés en ello. Ni Estados Unidos ni Japón quieren que el crecimiento se detenga en Europa. El gobierno nipón, a golpe de miles de millones de dólares, acaba de lanzar un enésimo plan de crecimiento que venga a vigorizar una economía todavía titubeante. Si Washington quiere un dólar fuerte, no pocos grandes exportadores empiezan a sentirse seriamente afectados por la devaluación del euro: Wall Street acusa ya el impacto. Como Japón, Estados Unidos, que conoce una ligera desaceleración de la actividad, quiere poder contar con el mantenimiento de un buen nivel de crecimiento en Europa. Es esto lo que explica que el Banco de Japón y la Reserva Federal de Estados Unidos hayan participado en la operación de salvamento del euro, al lado del Banco Central Europeo.

Las razones de este último no son menos claras. Desde Enero de 1999, fecha de su nacimiento, el euro ha perdido más de un cuarto de su valor frente al dólar. A pesar de que los *fundamentals* económicos parecen satisfactorios, la espiral a la baja daba la impresión de no tener fin. Ahora bien, lo que una moneda antigua y sólidamente establecida puede soportar (un momento), no puede permitírsele una moneda nueva que debe ganarse los favores de los inversores y de los consumidores: es una cuestión de confianza. Y esta empezaba a perderse, sobre todo en Alemania (para no hablar de Dinamarca, donde la población debe decidir el jueves, 28 de septiembre, si el reino accede o no a la zona euro).

Pero la desconfianza de los mercados respecto al euro no depende sólo de los *fundamentals* económicos. Existen también los *fundamentals* políticos. Y estos no son buenos. El euro suponía una Unión muy integrada, pero ésta acaba de manifestar su ausencia total de reacción común frente a la subida de los carburantes. Peor aún: con la incapacidad de la Unión a reformarse antes de su ampliación, el proyecto europeo en su conjunto es menos entendedor, por no decir menos creíble. Contra esto, ni los japoneses ni los norteamericanos pueden hacer nada: es, exclusivamente y urgentemente, un asunto de los europeos.

Los 7G intentan salvar el euro

(*Financial Times*, de 25 de septiembre. Editorial)

Para sorpresa de la mayoría de los observadores, las autoridades monetarias del grupo de los siete países con más renta intervinieron en apoyo del euro el viernes último. Fue más que una sorpresa: fue arriesgado. Si fue una medida sabia permanece una cuestión abierta.

En su comunicado, los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de los 7G justificaron su acción aludiendo a su "preocupación compartida... por las implicaciones potenciales de los recientes movimientos del euro para la economía mundial". La iniciativa surgió de los preocupados Banco Central Europeo y los ministros de Finanzas de la zona euro. Pero los otros, notablemente, de Estados Unidos, estuvieron de acuerdo en ayudar. La negativa hubiera representado un gran desaire. Por otra parte, la caída del euro ha llegado a ser preocupante: ha amenazado con provocar una mayor inflación en la zona euro; pone presión en segmentos muy expuestos de la economía del Reino Unido, y podría generar sucesivos grandes incrementos en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

Sin embargo, por justificada que fuera la intervención, las autoridades sólo conseguirán una preciosa credibilidad si logran detener el descenso del euro. Pueden tener éxito si lo desean: la Reserva Federal puede crear una cantidad infinita de dólares. Pero es improbable, en la práctica, que se emprenda una intervención que afecte a la política monetaria de Norteamérica. El Sistema Europeo de Bancos Centrales tiene también 235 m.m. de dólares en reservas a su disposición. El anuncio de la predisposición a disponer de una buena parte de esa suma afectaría sin duda al mercado. También podría justificarse por el valor actual del dólar.

No obstante, el hecho de que la intervención pueda ser eficaz no asegura que lo será. El 7G ha tomado un gran riesgo en dos direcciones distintas. La primera es que no está preparado para hacer lo suficiente. La moneda baja más por inversiones a largo plazo que por la especulación. Si estas salidas son sostenidas, la zona euro debe incurrir en el correspondiente excedente por cuenta corriente para financiarlas. La debilidad del euro es en consecuencia el nuevo mecanismo a través del cual este excedente se consigue. Si este *outflow* persiste, una intervención espasmódica no conseguirá detener el descenso.

El segundo riesgo es que la intervención alcance un éxito excesivo. En el pasado, una intervención del banco central ha conseguido cambiar el signo de una moneda. La subida del dólar podría ahora invertirse. Dada la escala del déficit corriente actual, el resultado podría ser una caída acumulativa y desestabilizadora. Esta preocupación explica porqué el Secretario del Tesoro, Lawrence Summers, insistió en el continuo deseo de una dólar fuerte.

Es fácil ver porqué las autoridades intervinieron. Pero, habiendo empezado, deben ahora conseguir la estabilidad del euro sin desestabilizar el dólar. Esto no es seguro. El 7G ha dado sólo el primer paso de un juego largo y complejo.

No todas las noticias son malas para el euro

(Reginald Dale, en *Herald Tribune* de 26 de Septiembre)

Resulta tentador detectar cierta ironía ante la ima-

gen de Estados Unidos corriendo a salvar una moneda presentada por muchos como un rival potencial del dólar, como si la pretensión de Europa de convertirse en un socio de igual calibre que Norteamérica en el siglo XXI dependiera del soporte de Estados Unidos.

Cuando la Reserva Federal se unió a otros bancos centrales para defender a la debilitada moneda única de la Unión Europea, la semana pasada, pareció como si Estados Unidos hubiera sido obligado a intervenir monetariamente para salvar una débil y poco solidaria Europa frente a los conflictos generados por ella misma, justo como lo hizo militarmente en los Balcanes.

La realidad es más complicada. En primer lugar, el apoyo de Estados Unidos al euro fue motivado tanto por intereses norteamericanos como por intereses europeos. En segundo lugar, Europa no está en tan mala forma como sus detractores piensan.

Al decidir intervenir, Washington había llegado a la conclusión que la caída del euro amenazaba con distorsionar la economía internacional, que entorpecería la expansión económica norteamericana, y que minaría la rentabilidad de las compañías norteamericanas en Europa.

En cualquier caso, a juzgar por la insistencia de Lawrence Summers en este sentido, lo que pretende Washington es simplemente estabilizar el euro en sus bajos niveles actuales, y no revalorizarlo, no fortalecerlo frente al dólar, y esto a pesar de que muchos economistas norteamericanos están de acuerdo con el punto de vista oficial europeo de que el euro está seriamente devaluado.

La importancia del apoyo de Estados Unidos es en gran parte psicológica, esperándose que con ese apoyo se corregirá el fatalista comportamiento que a llevado al euro a unos niveles tan bajos.

La pesimista interpretación es mucho más común en los círculos anglosajones que dominan los mercados financieros del mundo. Los anglosajones, en general, han sostenido una visión de la integración europea mucho más negativa que los devotos continentales de la misma.

Las buenas noticias que proporciona el euro —recuperación económica, reformas estructurales, incluyendo las reformas fiscales, disminución del paro...— se deben en buena parte a presiones competitivas generadas por el euro... y a su bajo tipo de cambio.

No se debería juzgar el éxito del euro sólo por su valor relativo frente al dólar, el cual es todavía más alto que el de sus componentes monetarios a mediados de los años 80. Por otra parte, el euro se ha convertido en la moneda escogida para no pocas emisiones de bonos.

La ampliación del euro sigue adelante, aunque sea lentamente, cosa que llevará sin duda a la constitución de un gobierno para la zona euro. A este respecto, un "no" de Dinamarca en el referéndum de esta semana sería lógicamente positivo para el euro porque Dina-

marca, al igual que Gran Bretaña, es un país que, como participante en el euro, se resistiría a un poder de decisión más centralizado.

En cualquier caso, en algún momento del futuro, el euro reaccionará. El riesgo, entonces, será que suba en exceso, justo como ahora ha bajado también excesivamente. Puede ocurrir entonces, paradójicamente, que sea Europa la que haya de prestarse a sostener al dólar.

Lección danesa

(*Le Monde* de 30 de sept. Editorial)

El *nej* de los daneses al euro es a la vez una mala y una buena noticia. Al votar "no" a la moneda única el jueves, 28 de septiembre, con una mayoría del 53 por ciento de los electores, éstos infligieron un *desaire* (*camouflet*) a su primer ministro, el socialdemócrata Paul Nyrup Rasmussen. Del mismo modo, más peligrosamente, los electores vencedores han acentuado la división existente entre la opinión pública y las *elites* económicas del país, todas estas favorables al euro. En fin, los daneses han dado tal vez el mal ejemplo a otros dos países de la Unión: Gran Bretaña y Suecia, que, en los próximos años, deben a su vez pronunciarse sobre su entrada en la Unión Monetaria.

Pero después de estas lágrimas de circunstancias, debe reconocerse que el referéndum danés, es, en este preciso momento de la historia de la Unión, una importante lección de clarificación ya que, exceptuando la argumentación desarrollada en la extrema derecha (xenofobia rotunda) el debate danés se ha referido a las verdaderas cuestiones. Ha tocado lo esencial. En el fondo, ¿qué dicen los contrarios al euro? Que la unión monetaria supone una fuerte delegación de soberanía en beneficio del Banco Central Europeo; que la Unión necesitaría, para que fuera un éxito duradero, una integración política firme; que esta última se traduciría en una armonización avanzada de las políticas presupuestarias, sobre todo fiscales, en el seno de Eurolandia; en fin, que este conjunto, tanto si se atreven a confesarlo o no, se parecería mucho a una construcción federal. Esto no lo querría, equivocadamente o no, una mayoría de daneses. Han tenido razón en no creer las elites políticas, que intentaban, con poco acierto, "venderles" la idea de que la adaptación del euro no era más que una cuestión "económica", que es manifiestamente falsa.

Por consiguiente, si bien se puede lamentar la elección hecha por la mayoría de los daneses, debe añadirse también que lo han formulado situando bien los términos de la ecuación euro. Lo han dicho diciendo la verdad: sí, la integración política es inherente a la integración monetaria. Han rechazado las medias verdades y otras ambigüedades que se practican a veces en alguno de los 11 miembros que han elegido el euro: no se ha medido bastante, o por lo menos no se ha hecho públicamente, lo que la moneda única suponía en lo político. Ahora bien: especialmente —entre otras razones— porque no hay suficiente integración en Eurolandia, suficiente armonización fiscal, de polí-

tica común de la energía y de los transportes, por lo que el euro es débil. En cierto modo, vale más quedar fuera del euro que acceder a él sin aceptar las delegaciones de soberanía necesarias para que sea un éxito.

De ahí la lección danesa: Europa, la de la integración monetaria y política, no se hará más que con los que crean en ella. Los otros, como Dinamarca, los que se conforman con un gran espacio de libre cambio, quedarán en segunda división. Esto no es un drama.

El euro necesita confianza

(Edit. de Helga Einecke en *Süddeutsche Zeitung* del 1 de Septiembre)

Cuando en Europa todavía dominaba la política monetaria, el Bundesbank gustaba de subrayar y celebrar su credibilidad. La credibilidad no es, en realidad, un término proveniente de la Economía. La credibilidad, el crédito, tiene sus raíces en la confianza en la palabra de una persona o de una institución. En esto, el Banco Central Europeo (BCE) se expresa de forma más sobria, lo que se puede deber a la terminología inglesa de su lenguaje oficial. El Presidente Wim Duisenberg sólo raras veces pronuncia la palabra "credibility", que se puede traducir por confianza o también por credibilidad o crédito. A este respecto, el responsable de política monetaria de mayor rango de Europa no tendría inconveniente en que, con el legado del Banco Federal, se hubiera traspasado automáticamente esta virtud al Banco Central Europeo. Pero la credibilidad no se puede heredar, hay que ganarla. Si el BCE quiere crear confianza no basta con que cumpla con su palabra. Debe también buscar aliados, y ello en todos los ámbitos de la sociedad. Su nuevo y modesto paso en materia de tipos de interés, el aumento del tipo básico en un 0,25 por 100, le puede ayudar en ello.

La interdependencia más estrecha la tiene el Banco de Emisión con el mundo profesional del dinero, los mercados financieros, bancos, economistas y expertos monetarios. Entre ellos figuran agudos críticos para los que lo que haga nunca lo hará a su gusto. De ahí que Duisenberg estuviera bien aconsejado al anunciar la moderada elevación de intereses y después cumplir también su palabra. En Julio hizo saber que, de momento, en materia de intereses, habría un compás de espera hasta Septiembre para dar luego, en Agosto, un aviso previo sobre la subida: en el informe mensual sus economistas hicieron una descripción de los peligros en ciernes para la estabilidad de precios encarecimiento del petróleo y de la debilidad del euro. Los operadores monetarios captaron en seguida este aviso y se adaptaron a las condiciones que era de esperar reinarían.

Pero el grupo objetivo más importante del BCE no es el colectivo profesional, sino la totalidad de la población del espacio del euro. Hay que protegerla de la desvalorización de su moneda común. Está prescrito por ley que el BCE garantice el poder adquisitivo del euro dentro del ámbito de la zona monetaria, con independencia de las indicaciones de origen

político o de otros complejos de intereses. Con ello, los salarios, pensiones, valores o inmuebles mantienen su valor a lo largo de un espacio de tiempo más prolongado. El BCE también necesita a la población como aliada, porque en sus cálculos sólo acierta cuando los trabajadores cooperan y no desfiguran los planteamientos de estabilidad con demandas salariales exageradas. Pocos ciudadanos desde Helsinki a Lisboa son conscientes de la ventaja de la garantía de precios que ofrece el Banco de Emisión. Hasta tanto los marcos o las liras en billetes no abandonen sus billeteros, estos ciudadanos no aceptarán en el día a día al euro como moneda. Tanto más llama la atención la debilidad que ésta muestra fuera de su espacio. Su tipo de cambio con relación al dólar está quebrantado -un gran tema de los mercados financieros. Esta debilidad afecta, como él mismo reconoce, al prestigio del Banco de Emisión.

Así que, Duisenberg debe preocuparse de la confianza que le otorgue la población, lo que en un espacio monetario plurilingüe y multinacional constituye una difícil tarea. Él necesita del fructífero diálogo con el mundo profesional y los mercados financieros que hacen pasar los flujos del euro por el circuito económico. Con respecto a los políticos, como tercer grupo en importancia, se mantiene más bien distante. Aunque da cuenta regularmente al Parlamento Europeo y también se comunica con los once ministros de finanzas que se han unido en un grupo dedicado al euro, debe contemplar con escepticismo las aspiraciones de este grupo de constituir un contrapeso frente al Banco Central.

En la actual fase de la Unión Monetaria, en la que la población todavía ni siquiera tiene en sus manos los billetes de banco, sería funesto el impacto externo de un doble gobierno del euro. No sólo se trata de las dudas en torno a la autonomía de un banco de emisión con respecto a las directrices políticas. Se trata, sobre todo, de que el grupo del euro no pueda, debido a la rotación en la presidencia, representar de forma duradera, y por tanto creíble, al espacio monetario común. Para un periodo de tiempo previsible debería dejar esta tarea al Banco Central. Por otro lado, el BCE depende de la política en su campaña de credibilidad. Sólo con altos intereses y precios estables es imposible crear un espacio económico consistente. ¿Qué sería del muy admirado Presidente del Banco de Emisión americano Alan Greenspan sin la ventaja política y tecnológica de Estados Unidos, a la que él ha podido contribuir a dar alas con apoyo de los mercados financieros? ¿Funcionaría el milagro del dólar sin la implantación americana de la seguridad social, sin un sistema bursátil con nivel?

Dirigir la mirada hacia EE.UU. es, en vista del "boom" aparentemente indestructible, algo que tiene atractivo, pero sirve de poco a los europeos. Tienen que llenar de vida la Unión Monetaria como proyecto común, pero no de vida americana, sino de vida europea. El Banco Central Europeo representa el papel de delantero en este camino. Necesita aliados que le acompañen y no que le pongan impedimentos. Los ministros de finanzas deberían comenzar en serio con el desmantelamiento de sus deudas.

Una moneda sin solidez simbólica

(Edit. de Claus Tigges en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 2 de Septiembre)

Quienes esperaban que la subida de tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) ayudaría un poco al débil euro han sufrido un amargo desengaño porque pocas horas después de adoptarse esta decisión en la torre del euro de Francfort se deterioraba frente al dólar a su hasta ahora más bajo nivel la cotización de la joven moneda europea. Aunque ahora el signo monetario ya es más barato que nunca lo había sido antes, los operadores en divisas de los bancos no pueden informar de que haya un interés creciente por parte de los inversores internacionales.

La ventaja que en intereses, y en comparación con el espacio del euro, ofrece América en el extremo corto del mercado de capitales se ha reducido apreciablemente en los últimos meses, pero, sin embargo, el euro no se ha beneficiado de ello. Entre los expertos monetarios difieren las opiniones acerca de si el BCE no debería haber satisfecho las expectativas de los mercados financieros en pos de una medida de mayor alcance en materia de tipos de interés. Pero, previsiblemente, esto tampoco habría impedido la caída del cambio del euro, porque habría alimentado el temor de los inversores o, un debilitamiento del crecimiento en el ámbito del espacio de la moneda única.

De ahí que sea difícil, al analizar las tablas de cotizaciones del euro en los mercados monetarios, considerar que el euro es una "historia de éxitos". Cuando la moneda común a, de momento, once países de Europa era cotizada por primera vez el 4 de Enero de 1999 en todo el mundo, valía alrededor de 1,18 dólares. Mientras tanto, ha perdido aproximadamente la cuarta parte de su valor de entonces. Seguramente, pocas veces antes los expertos monetarios se habían equivocado tanto en sus pronósticos como en el caso del euro. En efecto, realmente casi con euforia habían profetizado antes del despegue de la nueva moneda importantes ganancias en el cambio frente al dólar y a otras divisas importantes. Pero las cosas sucedieron de otra forma. Ya, a mediados del año pasado, el tipo de cambio del euro y el dólar se aproximó a la marca de uno a uno, porque muchos inversores retiraron su dinero del espacio monetario común y prefirieron llevarlo a América, porque esperaban considerables beneficios del capital que habían colocado.

Nada ha cambiado hasta ahora en lo que se refiere a este punto de vista. Las, para la economía europea, mejoradas perspectivas de crecimiento y las reformas fiscales en Alemania y Francia son evidentemente insuficientes para desviar el flujo de capitales. Las perspectivas que ofrece América siguen siendo un tanto mejores que las de Europa. En los años pasados la evolución de la economía americana todavía ha superado una vez más unas previsiones que ya eran exigentes. Las esperanzas que tenían los europeos de enfriamiento de la economía al otro lado del Atlántico, y que estaban en la base de los pronósticos optimistas para el euro, no se han visto hasta ahora confirmadas por los hechos. Rápidamente podrían quedar también pul-

verizadas las optimistas predicciones para los meses próximos relativas al tipo de cambio.

En vista de las informaciones diarias sobre la debilidad del euro, a los ciudadanos europeos les asalta la sospecha de que puedan haber canjeado las monedas que les son familiares por una moneda débil. La inquietud crece, en particular en Alemania, donde el DM se había convertido, en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, en el símbolo del milagro económico. La confianza en el euro ha quedado visiblemente erosionada, no sólo en los mercados financieros sino también entre la población que vive entre Flensburg y Garmisch-Partenkirchen, entre Aquisgrán y Francfort del Oder.

El escepticismo frente a la nueva moneda se ve acrecentado por la circunstancia de que los ciudadanos del espacio del euro todavía no han entrado en contacto físico con el nuevo signo monetario. Todos aquellos que no operan todos los días con bolsas y cotizaciones de títulos valores no han tenido hasta ahora ocasión de acumular experiencias con el nuevo medio de pago. Esto crea distancias con respecto a una moneda que necesita urgentemente de la identificación de aquellos que la tienen que utilizar todos los días. La historia de éxitos del DM no habría sido posible si los alemanes no se hubieran sentido tan estrechamente vinculados a él.

Si los sueldos y pensiones ya se abonaran en euros, y si en el supermercado se pudiera pagar ya con los nuevos billetes y monedas, la gente captaría que al euro no le van tan mal las cosas, porque los precios son más estables que en algún que otro momento de las pasadas décadas y nadie tiene que preocuparse seriamente por sus ahorros o por su pensión.

Incluso la debilidad del tipo de cambio del euro parece menos dramática cuando se vuelve la mirada un poco más hacia atrás que sólo hasta mediados de los años noventa. Un cambio de 0,89 dólares por euro equivale a un tipo de 2,20 DM. En Junio de 1986 ya había que pagar una cantidad así por un dólar. Un año antes, en la primavera de 1985, un dólar valía incluso más de 3,40 DM. Esto no ha afectado al prestigio del DM. Claro que en aquellos años ya estaba firmemente arraigada en la población la conciencia de estabilidad. Al euro le falta todavía esta solidez simbólica.

No se puede envidiar al Banco Europeo, al que se ha transferido la responsabilidad en lo que toca al euro. Con la subida de tipos de interés ha quedado demostrado que toma en serio su promesa de asegurar la estabilidad de precios en el espacio del euro. No siempre han sabido los guardianes de la moneda explicar adecuadamente los motivos de sus decisiones en el ámbito de la política monetaria. Las manifestaciones contradictorias sobre la importancia del tipo de cambio en este campo han conducido a desorientación entre los inversores. En general, sin embargo, los mercados confían en que el Banco Central practicará una política adecuada, como muestran las bajas primas de inflación en las rentabilidades a largo plazo de los empréstitos.

Las políticas económica y financiera están convo-

cadadas ahora a hacer campaña en favor del euro. Sin embargo, los responsables deberían saber que los mercados no los valorarán por sus palabras, sino por sus hechos. Entonces también la historia de éxitos del euro podrá aún tener un buen final.

SOS en las costas

(Edit. de Andreas Oldag en *Suddeutsche Zeitung*)

La Comisión de la UE quiere cancelar de aquí a fin de año las ayudas empresariales a la construcción naval europea. El Comisario de la Competencia Mario Monti no deja lugar a dudas en cuanto a que no espera demasiado de la prórroga de las subvenciones.

Con ello, el italiano podría avivar el conflicto que desde hace tiempo existe en la UE. En vista de la insistencia del grupo de presión de los astilleros, muchos gobiernos demandan que continúen las ayudas. Entre ellos figuran especialmente los de España, Italia, Portugal y Grecia. No obstante, no son en absoluto coincidentes las posturas de los países miembros. Gran Bretaña, Holanda y los estados escandinavos defienden la línea dura de Monti. El Gobierno Federal, en cambio, todavía no se ha decidido por una actitud determinada. Es cierto que el Ministro Federal de Economía Werner Müller ha criticado hace poco los apoyos de la UE, pero ha expresado que primero tendría que venir alguna señal de desmantelamiento de subvenciones proveniente de Corea del Sur.

Según la apreciación de la Asociación de Constructores Navales y Técnica Marítima (VSM) con sede en Hamburgo, es enorme la presión de la competencia por parte de los coreanos del Sur. Aunque a nivel internacional se ha incrementado en aproximadamente el 80 por 100 la entrada de pedidos en el primer semestre de 2000 frente al año anterior, la construcción naval alemana apenas si se beneficia del "boom". Los astilleros alemanes podrían estar satisfechos -es el parecer de la VSM- si contabilizaran un pequeño aumento o mantuvieran en su nivel actual la cartera de pedidos. Este sector de la economía alemana apenas si alcanza una plantilla de 30.000 personas. A ellas se suman unos 100.000 puestos de trabajo en las empresas de subcontratación. En el año pasado los 24 astilleros alemanes han suministrado obra nueva por una cifra de tonelaje bruto de 807.000 unidades.

La agresividad de los coreanos del Sur.

Dentro de dos años los coreanos del Sur habrán pasado en materia de construcción naval para contenedores de una participación en el mercado mundial del 15 por 100 al 65 por 100. Los perdedores son los astilleros de la UE, porque en la construcción de cargueros para contenedores su participación ha caído desde el 30 al 14 por 100. Cada vez con mayor fuerza los asiáticos presionan también en la construcción naval especializada, que hasta ahora todavía garantizaba a las empresas europeas márgenes de beneficio considerables. Así, un astillero surcoreano ha conseguido

ahora por primera vez un pedido para construir buques cisterna para gases licuados.

A los coreanos del Sur, que ya dominan el 70 por 100 del mercado mundial, les ha beneficiado la devaluación de la moneda nacional, el won, con ocasión de la crisis asiática. Lo decisivo para este avance es naturalmente un *dumping* agresivo de precios. Según estudios realizados por la Comisión de Bruselas, los precios de venta se encuentran entre el 11 y el 32 por 100 por debajo de los costes de producción. Se sospecha que Seúl recurra a créditos internacionales para desarrollar sus capacidades en materia de astilleros. El Fondo Monetario internacional (FMI), el Banco Mundial, así como el Gobierno de Seúl se habían puesto de acuerdo en un paquete multilateral de ayuda de unos 58.000 millones de dólares para superar la crisis financiera surcoreana.

Aunque la UE, después de un duro forcejeo con los coreanos del Sur, ha convenido un arreglo para suprimir las subvenciones, el objetivo es la promoción de condiciones correctas orientadas hacia la competencia en el mercado mundial. Además, Seúl se ha comprometido a una actuación transparente en el terreno de la concesión de créditos para la reestructuración de sus astilleros.

Sólo que el papel es paciente. Desde la firma del acuerdo todavía no hay signos de que Corea del Sur haya abandonado su política de precios bajos. Entre los constructores navales europeos crece la preocupación. En Septiembre, el Comisario de Comercio de la

UE Pascal Lamy y el Comisario de Industria Erkki Liikinen se proponen volver a negociar con los surcoreanos. Este tema también representará un papel central en el encuentro de los ministros de industria que tendrá lugar en Noviembre bajo dirección francesa.

La Comisión de la UE podría iniciar un procedimiento *antidumping* en el caso de que Seúl no se ajustara a los planteamientos del acuerdo. En todo caso, los aranceles penalizadores son difíciles de aplicar, dado que los buques encargados a Corea se venden habitualmente a países de pabellón barato. Además, la industria naval europea está considerando presentar una demanda ante la Organización Mundial de Comercio (WTO) en Ginebra. Sin embargo, el procedimiento podría prolongarse a lo largo de varios años.

La Comunidad se encuentra ante un dilema. Por un lado, crece la presión para que se cancelen las subvenciones de la UE a la industria naval, que en estos momentos asciende a un 9 por 100 del valor de los pedidos. De todas formas, las subvenciones no encajan ya dentro del panorama de la política industrial europea. La continuidad en las ayudas podría, además, dar lugar a que otros sectores solicitaran apoyo de Bruselas. Por otro lado, el conflicto relacionado con los precios surcoreanos de *dumping* no podrá resolverse de la noche a la mañana. En la industria de la construcción naval europea están en juego cientos de miles de puestos de trabajo. EL Gobierno Federal y los estados federados probablemente tendrán que contar también, en el próximo año, con subvencionar a los astilleros alemanes con importes millonarios de tres dígitos.