

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

La reanimación de un euro enfermizo	132
La soledad del BCE	133
La intervención del BCE según <i>The Wall Street Journal Europe</i>	134
Los pronósticos de la OCDE	135
Los tipos de interés pueden subir todavía más	135
La visión de la OPEC a corto plazo	136
Estados Unidos sigue en cabeza	136
Alemania: baja el índice Ifo	137
La fortaleza del dólar	137
Bruselas eleva la previsión de inflación	137
Salvemos Argentina	138
El presupuesto español, sometido a los síntomas de depresión	138
Falta de preparación en la ampliación hacia el Este	140
La situación económica en Alemania	141
¿El crecimiento frena la inflación?	143

La reanimación de un euro enfermizo

(*Financial Times* de 4 de noviembre. Editorial)

La intervención del Banco Central Europeo en el mercado de cambios, ayer, dio la infortunada impresión de un doctor que administra un tónico a un inválido. El paciente mostró ciertas señales de recuperación, pero pronto recayó en su anterior y lamentable estado.

A pesar de ciertas muestras, esta semana, de que se estaba estabilizando, el euro ha dado muestras hasta ahora de su resistencia a todo intento de invertir su caída. Durante meses, los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales intentaron mejorar la situación con declaraciones optimistas sobre el estado y situación de la moneda única europea. Cuando quedó claro que este era un intento fútil, se pensó en montar una operación de intervención multilateral. Ahora que los esfuerzos realizados en ese sen-

tido han quedado sin efecto, el BCE ha decidido actuar solo.

La intervención de ayer del BCE sugiere que éste, por lo menos, cree que el cambio de signo de la moneda está a la vista y que merece la pena darle al euro un empujoncito en la dirección adecuada. La principal razón para dar credibilidad a ese punto de vista es que la diferencia de las tasas de crecimiento entre la zona euro y Estados Unidos es menor de lo que ha sido el caso durante muchos años.

La relativamente más rápida tasa de crecimiento de Estados Unidos ha sido uno de los factores que más inversores ha atraído y que más ha contribuido al alza del dólar. Por lo tanto, cualquier señal de debilidad de Estados Unidos tiende a ser buena para el euro. Esta semana, las estadísticas sobre el crecimiento de Estados Unidos en el tercer trimestre (2,7 por 100 anual) fueron suficientes para ver un cuadro algo mejor del euro.

Sin embargo, hay otra escuela de pensamiento, según la cual la debilidad del euro se debe a las rigideces estructurales de las economías europeas. De acuerdo con este punto de vista, las compañías que piensan invertir eluden la combinación de la zona euro de una generosa seguridad social, gran protección del empleo y restricciones en las horas de apertura y cierre, contrariamente a lo que se hace en los mercados de Gran Bretaña, Irlanda y Estados Unidos.

Pero la situación es otra. Se han tomado recientemente en Europa medidas significativas para liberalizar los mercados de trabajo y de productos. E incluso si es mucho lo que queda por andar, las cosas han mejorado notablemente. A pesar de esto, las salidas netas de inversión directa extranjera aumentaron de 44 m.m. de ecus (38 m.m. de dólares) en 1997 a 120 m.m. en el pasado año.

La razón subyacente para explicar la debilidad del euro no es la falta de entrada de capitales para inversión, sino la salida de capitales para el mismo fin. Paradójicamente, esto ha tenido lugar como resultado directo de la creación de la moneda única.

La fusión de 11 monedas en una sola ha transformado los mercados de capitales de la zona euro. La eliminación de riesgos monetarios significa que la inversión no necesita ya tener lugar dentro de las fronteras nacionales, lo que ha conducido a un incremento de la eficacia de los mercados y a una reducción del coste del capital. La emisión de bonos por parte de las empresas ha aumentado alrededor de 10 veces respecto a lo que era el caso antes de la creación de la moneda única.

Esto ha contribuido a la aparición de un gran número de fusiones y de adquisiciones. En un principio se trataba de operaciones de defensa dentro de las fronteras nacionales para proteger a las compañías frente a la mayor competencia que resultó de la moneda única. Más recientemente, acuerdos a través de las fronteras entre compañías de países diferentes de la zona euro han sido más comunes.

Nada de esto afecta al valor de la moneda. Pero el entusiasmo, de reciente aparición, por la creación de imperios, no se ha limitado a los confines de la moneda única. Muchas compañías, acertadamente o no, han incrementado sus ambiciones, que alcanzan a veces un ámbito global. Éste es particularmente el caso del sector automovilístico, en el que Renault y DaimlerChrysler actúan en el ámbito global. En muchas otras industrias, las empresas se ven obligadas a llevar a cabo adquisiciones fuera de sus fronteras nacionales con vistas a alcanzar las magnitudes necesarias para poder sobrevivir.

De todo ello ha resultado enormes salidas de capital, particularmente a Estados Unidos, país que, a pesar de la fortaleza del dólar, sigue siendo el principal destinatario más favorecido por esta situación. En Agosto de este año, por ejemplo, hubo una salida neta de capitales para inversiones directas procedentes de la zona euro de 46 m.m. de euros. No es la especulación la que la mantiene al euro bajo. Es la actividad de las empresas. Esto explica que sea muy difícil que la in-

tervención produzca efectos notables, a no ser que se realice a una escala masiva.

De modo que la intervención, junto con factores favorables, si bien puede evitar que la moneda siga cayendo, es poco probable que produzca efectos realmente positivos y permanentes, por lo menos hasta que los movimientos de capital sean más equilibrados. Esto podría ocurrir si las compañías extranjeras decidieran que la zona euro es más atractiva para la inversión.

La cuestión es cuándo esto puede ocurrir. A medio plazo, las perspectivas para el euro son considerablemente más brillantes. Muchos dicen que dentro de algunos años, lo importante será la debilidad del dólar. Pero es mucho menos cierto que la intervención del BCE del viernes marque el cambio de signo.

La soledad del BCE

(*Le Monde* de 5-6 de noviembre. Editorial)

El Banco Central Europeo intervino en el mercado de cambios el viernes, 3 de noviembre, aprovechando la ligera subida del euro que se había manifestado en los diez días anteriores. La intervención fue llevada a cabo concertadamente con los bancos centrales europeos, pero sin el apoyo de los bancos centrales de Estados Unidos y Japón. El BCE compró euros por lo menos dos veces en ese día. En realidad, el dinero gastado no sirvió para nada: el euro, que se cotizaba a 0,86 dólares a comienzos de la mañana, volvió prácticamente al mismo valor al término de la jornada. Este fracaso ilustra una vez más la falta de credibilidad del instituto de emisión de Francfort.

Si el momento era propicio –si un banco central no tiene los medios de contener una baja, sí puede dar lugar a un movimiento de recuperación–, la soledad del BCE mojó su pólvora. El Banco Central Europeo no tiene aún, pues, los medios para influir por él mismo. Desde que resultó evidente que actuaba solo, el euro perdió una parte de las modestas ganancias. La ausencia de la Reserva Federal, sin duda paralizada por las elecciones norteamericanas, fue juzgada negativamente por los operadores.

En si mismo, el fracaso no es muy grave. Francfort ha querido enviar un mensaje doble. Se trata primero de una advertencia para los mercados de cambios. El BCE ha querido hacer saber que está listo para hacerse cargo del desafío que es la defensa del euro, incluso en el caso de que esta batalla vaya a durar mucho. Los *fundamentals*, como dicen los economistas, han militado, después del lanzamiento del euro, hace 22 meses, a favor de un dólar fuerte. El ritmo del crecimiento norteamericano sobrepasaba en más de dos puntos el europeo. De aquí en adelante, los ritmos de crecimiento en ambos lados del Atlántico se aproximarán: alrededor del 3 por 100 en Estados Unidos y del 3,1 por 100 en Europa, en 2001. Lógicamente, el euro debe, pues, subir.

El segundo mensaje afecta a Estados Unidos en la

vispera de las elecciones presidenciales. Si los europeos actúan es porque presienten que su moneda se halla amenazada por una nueva fase de turbulencias, sobre todo en el caso de victoria de George Bush *junior*. Los que rodean a este último no son favorables a nuevas actuaciones comunes en el seno del 7G. Al optar por una intervención, los europeos renuncian, por el momento, a una elevación de los tipos de interés susceptible de frenar su actividad económica. Ahora bien, los norteamericanos no han ocultado que desean ver que la zona euro se lance en mayor medida a una política de pro-crecimiento.

El fracaso de la intervención hace dudar de la buena recepción de esos mensajes. La falta de credibilidad acumulada es una limitación que será difícil de superar, tanto más cuanto que persisten las incertidumbres sobre el futuro europeo: el impacto desconocido de la ampliación; las reformas institucionales necesarias, que se encuentran paralizadas; la ausencia de una voluntad franco-germánica de ir para adelante. Para los mercados, Norteamérica, sobre todo la de un Bush, es mucho más "legible". El BCE ha hecho todo lo que puede, pero ha estado solo a la hora de intervenir. También se halla solo en un universo político europeo que, en el fondo, tiene la cabeza en otras partes y que se conforma con un euro débil.

La intervención del BCE según *The Wall Street Journal Europe*

(Michael R. Sessit, G. Thomas y Jacob M. Schlesinger, en *The Wall Street Journal Europe* de 6 de noviembre)

El Banco Central Europeo está entrando en una fase peligrosa en sus esfuerzos por promover el euro.

La sorprendente decisión del BCE de comprar euros el pasado viernes sin el apoyo de Estados Unidos y de Japón, apenas consiguió su propósito de mejorar el tipo de cambio del euro, lo que fue señal de un notable escepticismo sobre la capacidad del Banco para alterar el mercado.

La segunda intervención en cerca de seis semanas muestra que el BCE está muy preocupado por los riesgos inflacionistas de un euro débil. De ahí que ponga en juego su ya menguado prestigio intentando por lo menos poner un límite por debajo del cual el euro no pueda bajar.

Uno de los mayores riesgos de esa política es que con una repetición de esfuerzos inútiles para apuntalar el euro daría la impresión de que el Banco actúa desesperadamente, lo que supondría una pérdida de confianza en la moneda en un momento en que algunos analistas creen que el euro puede reaccionar frente al dólar. Otro riesgo es que esas actuaciones lleguen a ser tan predecibles que los agentes estén en condiciones de posicionarse para aprovecharse a expensas del BCE. "Cuanta más intervención se utiliza, menor es su efectividad".

El viernes, el BCE, con la colaboración de algunos bancos centrales nacionales del grupo de los 11, gastó

de 1 a 2 m.m. de dólares en la compra de euros. En una declaración preparada, el BCE dijo que había intervenido a causa "de su preocupación por las repercusiones globales e internas del tipo de cambio del euro, incluido el impacto sobre la estabilidad de los precios".

Si bien el débil euro ha estimulado las exportaciones europeas, su descenso ha alimentado también la inflación al hacer más caras las importaciones. Esto ha sido particularmente doloroso en el caso del petróleo. En septiembre, la inflación de la zona euro subió a 2,8 por 100, muy por encima, pues, del objetivo del 2 por 100 del BCE.

Cada una de las seis subidas del tipo de interés por parte del BCE ha sido justificada en parte por el impacto inflacionista de un euro débil. Pero dado que el ritmo de crecimiento económico se está desacelerando, subir los tipos para mejorar el euro resulta más arriesgado para el BCE. Unos mayores costes de los créditos reducirán todavía más, probablemente, la actividad de las empresas.

Por este motivo, "intervenir para intentar elevar el valor de la moneda es en realidad una mejor política que la subida de los tipos".

Si esto es así, muchos agentes y analistas calificaron de fracaso la intervención. Lo máximo que esta operación ha conseguido es reducir el riesgo de que el euro caiga a 80 centavos, cosa que muchos pronosticadores han estado prediciendo.

En cambio, Ernst Welteke, presidente del Bundesbank y miembro del Consejo del BCE, calificó de éxito la operación. "Creo que estamos viendo el fondo del tipo de cambio del euro".

Por lo menos fue bueno el *timing* de la acción del BCE. Los agentes fueron sorprendidos con la guardia baja y el euro estaba ya subiendo. En los 8 días precedentes, el euro había subido un 4,5 por 100, aproximándose a los 86 centavos ante la desaceleración del crecimiento norteamericano y la posibilidad de que otros países, además de Irak, pidieran que su petróleo fuera pagado en euros [...].

Por otra parte, también las manifestaciones de Larry Summers influyeron en contra del euro, cuando dijo que si bien participaba de las preocupaciones por el curso del euro en el marco de la economía mundial, Estados Unidos seguía firmemente a favor de una política de dólar fuerte...

En cualquier caso, hubiera resultado difícil conseguir la cooperación de Estados Unidos en la intervención en vísperas electorales. Y, por otra parte, las autoridades norteamericanas están más preocupadas por la posibilidad de que un dólar debilitado pudiera estimular la inflación [...].

Los pronósticos de la OCDE

(Babette Stern, en *Le Monde* de 21 de noviembre)

Presentada ya hace seis meses, la tendencia a la baja del desempleo en la zona euro parece estarse confirmado. Esto es por lo menos lo que pronostica la OCDE que debía presentar el martes, 21 de noviembre, sus últimas previsiones económicas del siglo. La Organización, que reúne a los 29 países más desarrollados del planeta, estima que el número de los que buscan trabajo, que se había mantenido por encima del listón del 10 por 100 a lo largo de los últimos siete años, alcanzará el 9 por 100 en 2000, para disminuir regularmente a 8,3 en 2001 y a 7,7 en 2002, niveles sin precedentes desde hace 20 años. Francia no constituye una excepción a la regla, y debería registrar una tasa de paro de 9,7 por 100, 8,8 por 100 y 8,2 por 100 en el curso del mismo período. A pesar de una ligera progresión del paro (4 por 100, 4,2 por 100 y 4,5 por 100), Estados Unidos debería seguir siendo el campeón del pleno empleo.

"En la mayoría de los países de la OCDE, el crecimiento debería moderarse después de los resultados notables conseguidos al final de 1999 y en el primer semestre de 2000", se puede leer en un documento interno de la institución. El optimismo de la OCDE, sin embargo, no es tan grande como el del FMI. Allí donde el Fondo ve a los 15 mantenerse al 3,5 por 100 en 2001, la OCDE pronostica un neto ralentizamiento: 3,1 por 100 el año próximo, y 2,8 el año siguiente.

Francia debería seguir siendo el motor de la zona, aunque los expertos de la OCDE entrevean una baja de la actividad claramente más débil que la prevista por Laurent Fabius (de 3 a 3,6 por 100) para 2001.

La gran incógnita sigue siendo, evidentemente, la evolución de los precios del petróleo y la reacción de los salarios ante la aceleración de los precios del mismo. Dada la precariedad del equilibrio entre demanda y oferta en los meses venideros, el mercado petrolífero seguirá vulnerable a cualquier perturbación en este campo, según los expertos. "Factores tales como la persistencia de las tensiones políticas en el Medio Oriente, la falta de disponibilidad de una refinería importante o un invierno anormalmente riguroso podrían traducirse en unos precios del crudo muy superiores a lo que se ha visto hasta ahora, y esto por un considerable lapso de tiempo".

En cambio, si se evitan esos choques y los *stocks* son reconstituidos asegurando al mercado cierto margen de maniobra, las cotizaciones podrían bajar fuertemente hacia el segundo semestre de 2000. Las presentes previsiones toman por hipótesis un barril a 30 dólares hasta mediados de 2001, antes de distenderse para acercarse a los 27 dólares en el segundo semestre de 2002.

Los efectos inflacionistas de la fuerte subida de los precios del petróleo han sido hasta ahora relativamente débiles, señala la OCDE, la cual constata que "a pesar de las protestas suscitadas en ciertos países por la elevación de los costes relacionados con el petróleo,

no se perciben ajustes inflacionistas de relieve de los salarios y de los precios".

La evolución de la situación económica en Estados Unidos sigue siendo un tema inquietante. La cuestión "crucial" sigue siendo la de saber si el endurecimiento de la política monetaria norteamericana que ha sido ya aplicada será suficiente para conseguir un aterrizaje suave de la economía de Norteamérica. A pesar de los "síntomas" de desaceleración observadas en los últimos meses, sigue habiendo un cierto número de riesgos "mayores": una corrección de los mercados bursátiles, toda vez que los precios de las acciones siguen vulnerables a los cambios de humor de los inversores, como lo han demostrado los descensos recientes de los valores tecnológicos, y una caída desordenada del dólar, provocada por las preocupaciones que engendran las necesidades de financiamiento externo relacionadas con el enorme déficit corriente norteamericano.

Los tipos de interés pueden subir todavía más

(*Financial Times*, de 21 nov.)

Los tipos de interés pueden tener que subir todavía más en el área euro y en Estados Unidos con objeto de mantener baja la inflación. Esto es lo que dice la OCDE en su último *Economic Outlook*.

Los mercados financieros estiman ahora que los tipos de Estados Unidos han tocado techo, y que puede haber espacio para que el Banco Central Europeo lleve a cabo otra subida.

El último análisis bianual que lleva a cabo la OCDE fue publicado ayer, un día antes de lo normal, porque algunas partes del mismo se habían filtrado ya. El informe dice que la subida del precio del petróleo a alrededor de 30 dólares el barril estaba contribuyendo a una contracción de la economía mundial, pero que no había señal alguna de la existencia de que se estuviera procediendo a la combinación de recesión e inflación como la que siguió a la crisis del petróleo de los años setenta.

Sin embargo, la OCDE advirtió que sería necesaria otra modesta contracción de la política monetaria, en especial en la zona euro.

Ignazio Visco, jefe de los economistas de la OCDE, se refirió al incremento en la zona euro de la inflación —excluyendo los precios de la energía— como prueba que los efectos inflacionarios debidos a la caída del euro podrían obligar a una subida de 0,5 puntos porcentuales de los tipos de interés.

"La inflación subyacente está subiendo a gran velocidad, según nuestro análisis, y la demanda real del año próximo será mayor que la producción potencial. Por consiguiente, puede ser necesario que la política monetaria contrarreste la amenaza de inflación, situada por encima del objetivo del 2 por 100", dijo aquél.

La OCDE no espera que la reforma estructural de Europa tenga grandes efectos en los resultados económicos en un futuro inmediato. Se espera que el paro en la zona euro descienda del 9,1 por 100 del año pasado al 7,2 por 100 en 2002. Pero la principal razón de la rebaja será debida al crecimiento de la demanda. El empleo estructural, no inflacionario, se cree que sólo ha caído 0,5 puntos porcentuales.

Para Estados Unidos, la OCDE ha sido más positiva en lo que se refiere al impacto de los cambios estructurales. Pero incluso en Norteamérica pueden existir motivos (v.g. las presiones sobre los salarios) para que aparezca la necesidad de otra subida del tipo de interés. Lo que no hay son razones inmediatas para un recorte, allí, de los tipos, salvo que se produzcan grandes cambios en los mercados financieros.

La visión de la OPEC a corto plazo

(Los Angeles Times – Herald Tribune, Editorial de 21 de noviembre)

El invierno será frío en la mayor parte de Estados Unidos. Frío y caro. Los países de la OPEC, que controlan el 60 por 100 de las exportaciones mundiales de crudo, han excluido cualquier incremento de la producción, por ahora, lo que garantiza que los suministros de petróleo para calefacción permanecerán limitados y caros.

Esta decisión contradice el acuerdo previo de la OPEC que preveía un mecanismo automático consistente en incrementar la producción de petróleo si los precios excedían los 28 dólares el barril durante más de 28 días. Los precios han estado entre 32 y 34 dólares durante algún tiempo, pero los ministros del petróleo han llegado a la conclusión que el mundo puede permitirse tales precios.

Posiciones parecidas a éstas han traído en el pasado una recesión global y una disminución de las ventas de los países de la OCDE.

Resulta así que tanto los consumidores como los productores olvidan las lecciones del pasado. El deseo de contribuir a la conservación de energía ha estimulado la demanda de los consumidores y ha dejado a Estados Unidos más dependiente del petróleo de otros países que nunca. Se trata de una dependencia poco tranquilizadora, que promueve los precios. La OPEC, mientras tanto, parece haber olvidado que el mantenimiento de los altos precios constituye un poderoso incentivo para que los países consumidores inviertan en fuentes de energía alternativas, cosa que no puede interesar a los países del cartel. Precios del petróleo de alrededor de 25 dólares el barril contribuyen a la estabilidad de la economía global. Si un nivel de precios de ese tipo no es respetado, lo más probable es que acaben sufriendo consumidores y productores.

Estados Unidos sigue en cabeza

(Christopher Rhoads, en WSJE de 21 nov.)

La economía de Estados, aunque desacelerándose, seguirá creciendo a un ritmo mayor que la de la zona euro a lo largo de los próximos dos años, según la OCDE.

La economía norteamericana crecerá un 5,2 por 100 este año, y 3,5 por 100 el año próximo, según el pronóstico del informe semianual de la OCDE. Más deprisa, pues, de lo que predijo la misma OCDE en su anterior informe de junio. La zona euro crecerá menos de lo que se esperaba: 3,5 por 100 este año y 3,1 el año próximo, y esto debido principalmente al mayor precio del crudo.

Esto son malas noticias para el euro, el cual, según los expertos europeos, reaccionará en cuanto el crecimiento de la zona sobrepase el de Norteamérica.

“Presenciamos cierta convergencia de las dos tasas de crecimiento, pero Europa sigue creciendo menos que Estados Unidos”, dijo Ignazio Visco, el jefe de economistas de la OCDE. “El efecto petróleo es más visible en Europa”.

El informe dice que el crecimiento económico global alcanzó un máximo de 4,25 este año, la cifra más alta de toda una década, y se espera que se modere situándose en 3,25 por 100 el año próximo, y en el 3 por 100 en 2002. Los mayores precios del petróleo, una política monetaria más contractiva y el debilitamiento de los mercados de acciones son los primeros factores que explican el menor crecimiento.

La zona euro está ya mostrando señales del esperado retroceso. Aunque se espera que la producción confirme su fortaleza en los dos años próximos y que el desempleo se reduzca significativamente, el crecimiento se moderará, según la OCDE.

Las presiones inflacionistas derivadas del mayor precio del petróleo y de la debilidad del euro, obligará al BCE a elevar los tipos de interés a lo largo del año próximo, y esto en medio punto porcentual, dice también el informe. De momento no se aprecian señales de que la región pueda evitar los efectos negativos externos a través de unas mejoras de la productividad o de los llamados efectos benéficos de la Nueva Economía, como ha sido el caso en Norteamérica.

En palabras de Ignazio Visco, “aquí no se notan aún dichos efectos, excepto en algunos países que fabrican teléfonos celulares. Habrá efectos positivos resultantes de las grandes inversiones que es están realizando en comunicaciones y en tecnología, pero los esperados beneficios de todo ello “tardarán algún tiempo en manifestarse”, según el mismo Visco.

Los riesgos, para el *Outlook* global de la OCDE, son los mayores precios del petróleo, las mayores turbulencias de las bolsas y una súbita caída del dólar, todo lo cual podría conducir a una mayor presión inflacionaria y a un aterrizaje duro de la economía norteamericana.

Alemania: baja el índice Ifo

(Christopher Rhoads, en *WSJE* de 22 de noviembre)

Un dato de la economía alemana al que se presta gran atención es el que señala el clima de la actividad empresarial (*business climate*). Pues bien, el correspondiente índice bajó en octubre por quinta vez consecutiva más de lo esperado, proporcionando una prueba adicional de que la mayor economía de Euro-landia se está desacelerando, debido principalmente a los altos precios del petróleo. Debilitado el consumo, el Índice Ifo descendió a su menor nivel del año en octubre: 97,2, frente a 98 en septiembre.

“El descenso es significativo” dijo un economista del Ifo Institute for Economic Research de Munich, que es el que publica el correspondiente informe. No debería ser subestimado. No es lo suficientemente amplio para poder decir que estamos ante una recesión, pero sí sugiere un crecimiento más moderado en adelante. Después de crecer un 3,3 por 100 en la primera mitad del año, la economía alemana se ralentiza para situarse próxima al 2,5 por 100 en la segunda mitad del año.

Esas cifras representan peores noticias para el euro, que cayó a 84,5 centavos el martes, lo que supone un descenso de medio centavo en un día. Pero también debería aligerar la presión sobre el BCE para que eleve una vez más los tipos de interés cuando su Consejo se reúna la próxima semana. El BCE ha subido los tipos siete veces el año pasado, por un total de 2,25 puntos porcentuales, debido principalmente a preocupaciones por la inflación importada por la debilidad del euro y a los altos precios del crudo.

Más estimulante ha sido, sin embargo, la inesperada y ligera subida de las expectativas empresariales (*business expectations*), sugiriendo que la menor actividad podría desaparecer en los próximos meses.

La fortaleza del dólar

(*The Wall Street Journal Europe* de 22 de noviembre)

El dólar subió frente a las principales divisas, incluso después de anunciarse que el déficit comercial alcanzó un nuevo récord en septiembre.

Para ser exactos, el dólar se deslizó brevemente después de que el Departamento de Comercio informara que se había registrado un déficit comercial de 34,3 mm. de dólares, frente a una cifra revisada de 29,8 mm. en agosto. Pero la venta de dólares fue breve y el dólar recuperó enseguida su posición privilegiada, alcanzando la mejor cotización de los últimos 9 meses frente al yen (110,05) y también la mayor cotización en tres semanas (84,27) frente al euro.

El déficit comercial representa dólares en manos extranjeras. Mientras los poseedores de éstos estén contentos con esta divisa y la mantengan en los mercados de capitales norteamericanos, no habrá problemas para el dólar. Sólo cuando los acreedores decidan repatriar sus dólares ésta moneda correrá peligro.

Afortunadamente para el dólar, las otras dos economías importantes –Japón y Euro-landia– no ofrecen suficientes atractivos susceptibles de amenazar al dólar.

El dólar se ha mostrado suficientemente fuerte estas últimas semanas, y ni siquiera la laboriosa elección del presidente del país ha conseguido debilitarlo.

Desde el 6 de noviembre, jornada electoral, el dólar ha cotizado un 3 por 100, aproximadamente, por encima del yen. Mientras tanto, el euro perdía un porcentaje idéntico de su valor frente al mismo dólar. Por otro lado, en el mismo período, el Nasdaq Composite Index bajaba un 16 por 100 y el Dow Jones perdía un 2 por 100. Tantas noticias negativas como se han producido estas últimas semanas no han conseguido prácticamente alterar a la baja la cotización de la divisa norteamericana.

Bruselas eleva la previsión de inflación

(Toni Barber, en *Financial Times* de 23 de noviembre)

La Comisión Europea revisó ayer al alza sus previsiones de inflación para la zona euro y dijo que el crecimiento económico europeo, aunque relativamente vigoroso, no igualaría el de Estados Unidos hasta 2002.

En el último de sus pronósticos semestrales, la Comisión explicó que esperaba que la tasa de inflación se situaría en una media del 2,3 por 100 este año, y del 2,2 por 100 en 2001. Las anteriores previsiones para los mismos años, publicadas en marzo, eran de 1,8 por 100.

Esas previsiones sugieren que el Banco Central Europeo corre el riesgo de ver superado su objetivo del 2 por 100 dos años seguidos.

Dicha tasa, según la Comisión, volverá a ser de 1,9 por 100 en 2002, aunque algunos países de la región registren tasas superiores al 2 por 100.

Representantes de la Comisión hiciera saber que las principales causas de la revisión al alza han sido la depreciación del euro y el incremento de los precios del petróleo.

Por otra parte, la misma Comisión elevó su estimación del crecimiento europeo para este año, dejándolo en un 3,5 por 100, frente a un 3,4 en la previsión de marzo. La previsión de crecimiento en 2001 no ha cambiado, y sigue siendo del 3,2 por 100 en 2001. Sólo en 2002, según se espera, se igualarán, a juicio de Bruselas, las tasas de crecimiento de la zona euro y de Estados Unidos (3 por 100).

Por lo que se refiere al euro, se espera que su tipo de cambio sea de 0,90 centavos en 2001 y 2002. Y en lo que toca a los precios del petróleo, se espera que sea de 30 dólares el barril en 2001, y de 27,30 dólares en 2002.

Las estimaciones sobre las cifras de desempleo

son del 9 por 100 de la masa laboral este año, reduciéndose al 8,5 el próximo y al 7,9 en 2002.

Salvemos Argentina

Una vez más, una economía emergente tiene problemas. Una vez más, el Fondo Monetario internacional se prepara para acudir al rescate de ese país. El paciente, esta vez, es Argentina, país que pronto puede recibir 15 m.m. o más de dólares de FMI y sus aliados, en lo que puede resultar ser la mayor operación de salvamento desde la serie que se produjo con las crisis del Sudeste asiático, Rusia y Brasil en 1997-1999. Los críticos del FMI en el Congreso norteamericano y en todas partes se quejarán, sin duda, que el rescate ignora las lecciones que debían eventualmente aprenderse después de la última ronda de desastres. Esos críticos pueden estar equivocados.

Argentina necesita ayuda porque ha sufrido un extraordinario infortunio. La moneda del país está sujeta al dólar, cuya reciente fortaleza ha perjudicado a sus exportaciones justo en el momento en que su gran vecino, Brasil, especialmente competitivo a causa de la devaluación de su divisa el pasado año. Añádanse a esto los altos precios del petróleo y un mercado débil para los productos agrarios argentinos y el resultado es que se produce una crisis en una economía razonablemente bien administrada como es la de Argentina. Salvo en el caso de que reciba ayuda, el gobierno no estará en condiciones de servir su deuda el año próximo. Y si se ve obligado a suspender pagos, el pánico del mercado podría extenderse rápidamente a otras economías emergentes.

Ésta es la primera manera que tienen de equivocarse los críticos. La lección más obvia del colapso asiático es que las crisis se expanden deprisa, razón por la cual vale la pena imponer la calma. La segunda lección es que los mercados emergentes piden guerra si permiten que los bancos operen con pocas reservas de capital; y Argentina queda fuera por sus éxitos en la fortificación de su banco después del choque que sufrió la región cuando la crisis del peso mejicano. La tercera lección es que los países deberían adelantarse en la solución de sus problemas, y también eso parece haber sido así. Argentina ha estado negociando con el FMI meses antes de que se quedara su dinero. Suponiendo que el gobierno central tenga éxito en sus actuales esfuerzos por conseguir la cooperación de las provincias, debería obtener auxilio con tiempo para evitar la suspensión de pagos.

Después de la crisis asiática, los críticos se quejaron de que los rescates del FMI crearon un *moral hazard*: los inversores dirigirían fondos sin la debida cautela a los mercados emergentes, calculando que el FMI los rescataría. Pero el rescate de Argentina no va a salvar a los que han invertido en Argentina completamente. El plan es proporcionar sólo parte del dinero necesario para cubrir lo indispensable, esperando que los inversores contribuyan con recursos propios. Es imposible salvar un país sin ayudar indirectamente a in-

versores privados. Pero esto no significa que los fondos de ayuda sean malos.

En algunas ocasiones, tanto Gore como Bush, en sus campañas electorales, expresaron sus reservas a propósito del FMI, y adoptaron una posición crítica sobre éste. Un informe crítico sobre ésta fue recibido entusiásticamente por el Congreso, meses atrás. Pero cuando los mercados emergentes tienen problemas, hay buenas razones para intentar estabilizarlos. El FMI realiza esta pesada labor tan bien como puede y debe esperarse. Sus esfuerzos son de interés para Estados Unidos, cuyo objetivo es la estabilidad de la economía mundial, y todo ello sin costarle casi nada al contribuyente norteamericano.

El presupuesto español, sometido a los síntomas de depresión

(Neu Zürcher Zeitung, del 14/15 de octubre)

El presupuesto español para el año 2001, que va a discutirse en el Parlamento a partir de finales de Octubre, no es, en opinión del Ministro de Hacienda, ni restrictivo, ni expansivo. Es equilibrado. Esto supone una actitud de preparación para el caso de debilitamiento de la expansión en la esperanza de que ello ejerza influencia fundamentalmente sobre la tasa de inflación, pero no afecte, en cambio, al dinamismo de la economía. Vistos así, algunos planteamientos no parecen compatibles.

El presupuesto del Gobierno español para el año 2001, que a partir de finales de Octubre se discutirá en el Parlamento, refleja una incertidumbre general por lo que toca al ciclo económico del país, que hasta ahora ha sido claramente expansivo. Desde 1997 el producto interior bruto ha venido aumentando en más del 3 por 100 todos los años, gracias sobre todo a una fuerte demanda interna, y ello tanto en el caso de las inversiones fijas, como en la construcción y en el consumo privado. Este último se ha visto relanzado por la reducción del extraordinariamente elevado desempleo. El rapidísimo incremento de nuevos puestos de trabajo, pero también las bajadas de los impuestos y de los tipos de interés, han hecho subir el poder adquisitivo de las economías familiares, así como su propensión a las compras a crédito. Las favorables condiciones de los créditos han reforzado también la actividad inversora de la industria, lo que, juntamente con algunas medidas liberalizadoras, ha hecho posible la creación de los nuevos empleos, concretamente en ausencia todavía de una liberalización fundamental del mercado laboral y –en sectores aún fuertemente monopolísticos– todavía sin un relanzamiento suficiente de la concurrencia. Esto significa que el ciclo expansivo ha sido sólo insuficientemente utilizado para superar las graves carencias estructurales. Por ello, la inflación se ha mantenido en España a un nivel más alto que en el promedio de la zona del euro. La falta de disposición a reconocer las carencias estructurales propias es algo que también caracteriza al presupuesto de 2001 –el último expresado en la moneda nacional. En él, y en opinión de numerosos expertos, no se tie-

nen presentes las debilidades estructurales y la desaceleración del ciclo de crecimiento que se anuncia.

Predicciones poco convincentes.

Apelando a las directivas del Banco Central Europeo (BCE), el Gobierno conservador ha establecido casi mecánicamente dos principios: primero, ausencia de déficit en el presupuesto, así como una hipótesis nada realista de inflación +2 por 100. Es digno de crédito el retoque del crecimiento económico desde el 4 por 100 este año al 3,6 por 100 el próximo. Pero la depresión podría ser más intensa caso de que el precio del crudo no cayera claramente por debajo de los 30 \$ el barril. Esto todavía no es en absoluto un descenso considerable –el PIB está creciendo por primera vez por encima de la cota de 100 billones de pesetas (casi un billón de francos suizos)– sino que se considera más bien un enfriamiento económico deseado –por lo menos en la medida en que éste esté determinado, sobre todo, por un retroceso de un consumo privado que en los últimos años ha incentivado la inflación. A diferencia de lo sucedido en 2000, el Gobierno no quiere promoverlo el próximo año de forma complementaria con la reducción del impuesto sobre la renta. La próxima reforma fiscal no tendrá lugar hasta la segunda mitad de la actual legislatura (1999–2004). Hasta ahora, la subida de intereses y de los precios del petróleo todavía no ha repercutido de manera visible en los presupuestos familiares. En el trimestre pasado sólo ha disminuido en pequeña medida, habiéndose vuelto a incrementar ligeramente la cuota de ahorro que anteriormente habla disminuido con fuerza. Pero el Banco Central ya ha llamado la atención ante el acusado crecimiento de los créditos al consumo, exhortando a los bancos a una mayor formación de reservas para hacer frente a los créditos fallidos en aumento.

Con ello, por un lado, el Banco de España teme repercusiones negativas de la subida de los intereses y de los precios de los carburantes, por otro, el nuevo Gobernador del Banco de Emisión, Caruana, defiende, a diferencia de su antecesor, las hipótesis presupuestarias del Gobierno diseñadas con criterios políticos. Esto significa que él sigue restando, como lo hace el Gobierno, valor al crecimiento de la inflación y considera imaginable una aproximación al tope del 2 por 100 para finales del 2001. Sin embargo, en Septiembre la inflación era ya en torno al 3,7 por 100 más elevada que en el mismo mes del año anterior. Caruana también reconoce que en los próximos seis a siete meses la inflación continuará siendo alta. Como él, también el Ministro de Economía, Rato, ha quitado importancia a las repercusiones inflacionistas de los precios del crudo sobre la economía española, aunque los primeros indicios parecen ya probarlas claramente aunque se ponen, asimismo, visiblemente de manifiesto en el déficit de la balanza comercial. Hay que contar –y ello lo demuestra el incremento de las tarifas de transporte– con que el mayor precio de la gasolina influirá con carácter general en los precios, con las correspondientes consecuencias inflacionistas. El único consuelo que le queda a España es que la menor inflación en Alemania y en Francia debida al petróleo ha avanzado de forma más abrupta, y que la inflación española subyacente (que excluye los precios de la energía y de

los productos alimenticios frescos) está estabilizada en el 2,7 por 100.

Con la obstinación en unas predicciones demasiado optimistas –tampoco este año ha acometido todavía el gobierno la anunciada revisión al alza– se trata sobre todo de mantener a raya la presión de los salarios. Éstos ya han aumentado en el año en curso en torno al 3 por 100, y con ello, sin embargo, aun menos que la inflación. Los sindicatos exigen una compensación más fuerte. La disciplina deseada por el gobierno no se podrá alcanzar teniendo en cuenta los poco realistas límites del 2 por 100.

¿Sólido dinamismo económico?

El déficit comercial exterior se ha incrementado en los primeros siete meses un 44 por 100 en comparación con el año pasado. Frente a un ligero retroceso de las exportaciones ha habido una cuenta más elevada en el capítulo de las exportaciones. El incremento del déficit en 1,91 billones de pesetas ha sido originado en un 71 por 100 por los mayores precios de la energía. Según el parecer de algunos expertos, la debilidad de las exportaciones es señal de una competitividad de España en lento declive. Aunque en el sistema económico en su conjunto la hasta ahora todavía sana ampliación de la producción en un 6 por 100, coincidente con incrementos salariales por debajo de la inflación y con una creación de empleos reducida en comparación con ese aumento productivo, todavía permite crecimientos en la productividad; sin embargo, para el año próximo se perfila, debido a menores beneficios, una propensión en descenso de la inversión en bienes de equipo. También, en este caso, son divergentes las predicciones del gobierno que apuesta por una subida del 8 por 100 y del 4 por 100 en el caso de las estimaciones formuladas por círculos independientes. Entre los elementos de solidez de la economía española está el figurar en sexto lugar como inversora directa en el extranjero, antes que Japón y Canadá, si bien en pocos y claramente delimitados sectores importantes (banca, energía y telecomunicaciones). En cambio, en 1999 España aparecía hasta el undécimo puesto como receptora de inversiones extranjeras que, además, se han contraído frente a las de 1998.

Paralelamente al progreso en declive del PIB el Gobierno ha vaticinado, también para el año 2001, un debilitamiento del aumento de puestos de trabajo desde los todavía 435.000 actuales –el crecimiento más significativo en la UE– a los 380.000. La reducción del aún extraordinariamente elevado paro –desde el 14,5 por 100 en estos momentos a previsiblemente el 12 por 100 a finales del 2001– tiene lugar, después de unos logros impresionantes, a paso seguro, pero desacelerado.

Presión fiscal no aminorada.

El presupuesto equilibrado obedece a la necesidad de moderar el *boom* impulsor de tensiones inflacionistas. El ligero déficit del 0,3 por 100 del PIB en las cuentas del Estado (sin los presupuestos regionales) queda enjugado por los excedentes de la seguridad social. Los sindicatos y el mayor partido de la oposición, el Partido Socialista Obrero Español, lo critican y

exigen una ampliación de los gastos sociales, pero también de las inversiones estatales en infraestructuras y en investigación, así como en educación. Frente a esto, el Gobierno subraya que ha incrementado claramente estas partidas. Los gastos sociales suben un 13 por 100, pero su participación del 9,6 por 100 en el PIB sigue por debajo del promedio del 12,4 por 100 de la UE. Crecen en un 9 por 100 las inversiones en proyectos de infraestructura, debido sobre todo al tren de alta velocidad Madrid-Barcelona. Los gastos de investigación y desarrollo avanzan en un 11 por 100. Esto no es significativo en la medida en que pueden ser descuidados los gastos de investigación de la industria privada, mientras que una gran parte de los recursos estatales se gasta en proyectos militares y de todas formas nunca se agota el presupuesto.

Pero el gobierno también pone de manifiesto que las cuentas no están equilibradas por un recorte de gastos, sino gracias a unos mayores ingresos fiscales. De hecho, los ingresos crecen en un 9 por 100 y los gastos sólo un 5,4 por 100, si se considera la Administración en su conjunto, incluidas las regiones. Desde hace tres años el impuesto sobre el valor añadido es la fuente de ingresos más importante del Estado. De ahí que en España no haya disminuido la presión fiscal absoluta –en cualquier caso, una de las más débiles en la UE– a pesar de las reducciones en el impuesto sobre la renta. Por lo demás, un presupuesto equilibrado exige un control riguroso de los gastos. El Parlamento, que hasta ahora no estaba en disposición de hacerlo, va a recibir algunas competencias más, lo que debe relativizarse algo, teniendo en cuenta la mayoría absoluta del partido conservador que está en el gobierno. En el futuro éste quiere además supervisar también con más rigor los presupuestos de las regiones autónomas, a fin de que éstas se ajusten más a los planteamientos del Estado central. No obstante, una nueva regulación del reajuste financiero, que sería la premisa para ello, no podrá entrar en vigor hasta el año 2002. De momento, todavía hay confusión por lo que se refiere a un nuevo ordenamiento financiero entre el Estado y las regiones.

Falta de preparación en la ampliación hacia el Este

(Edit. de Walter Hamm en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, del 2 de Noviembre)

El Este de Alemania no ha completado todavía la transformación de la depauperada economía de planificación central de la RDA en una estructura empresarial competitiva en los mercados. Pese al gran número de signos positivos, pese a los indiscutibles éxitos y avances, todavía no se percibe un proceso de expansión autosostenido. Y nos encontramos ya ante un nuevo desafío.

La ampliación de la Unión Europea por el Este es cosa decidida, sólo el momento –se piensa que será dentro de unos pocos años– es todavía incierto. Las zonas marginales del Este de Alemania –hasta ahora débiles en el campo de la exportación, poco industrializadas, y en gran parte especializadas en las ventas a

cortas distancias– experimentarán de primera mano, no sólo por razones de costes de transportes, los efectos de la nueva concurrencia con los países de bajos salarios del Este.

Aunque el gobierno federal asegura solemnemente una y otra vez cuan partidaria es de que se convierta pronto en realidad la ampliación al Este, en cambio, poco se conoce de una posible estrategia que pueda servir sistemáticamente para preparar y ajustar para los nuevos retos a una economía del Este de Alemania el todavía inconcluso proceso de cambio. Al asumir su mandato, el Canciller Federal Schröder declaró tema prioritario el desarrollo del Este de Alemania y se propone medir el éxito de su tarea atendiendo a la reducción del desempleo. Sin embargo, hasta ahora no ha habido en esta parte del país y en este campo progresos dignos de mención.

En porcentaje el paro sigue siendo allí el doble que en la parte occidental. En algunas circunscripciones laborales la tasa de desempleo se encuentra por encima del 20 por 100, y ello a pesar del obligado paso de muchas personas ocupadas a la jubilación anticipada, a pesar de las amplias medidas de creación de puestos de trabajo y pese a multitud de actividades de formación (que aderezan las estadísticas de paro, pero dan lugar a pocos éxitos duraderos). Es una constatación alarmante. A la oferta de nuevos empleos en la industria (a la que sólo corresponde aproximadamente un 14 por 100 de la creación de riqueza, frente al 24 por 100 en los territorios del Oeste) se contraponen continuas pérdidas de puestos de trabajo, sobre todo en la construcción.

La ampliación de la UE hacia el Este desencadena nuevos cambios estructurales. La división internacional del trabajo se modifica con la consecuencia de que en las regiones occidentales se abandonan empleos y en otros sectores productivos hay que poner en explotación nuevas oportunidades. En esto la economía del Este alemán se encuentra en primera línea. Son necesarios esfuerzos de reestructuración más intensos y una mayor movilidad de los empresarios y de sus colaboradores.

No obstante, es grotesco en cambio que el gobierno federal y los sindicatos se esfuercen por seguir limitando lo que queda de flexibilidad en los mercados de trabajo: los sindicatos “arrastrando” a las empresas no organizadas a utilizar las posibilidades de los acuerdos salariales libres, el gobierno federal, al querer ampliar la cogestión, al dificultar el despido de personas empleadas en las pequeñas empresas, al elevar el salario de enfermedad y al proyectar un derecho al trabajo a tiempo parcial.

Lo que el gobierno federal ha hecho, y piensa todavía hacer, deteriora las condiciones para el éxito de la actuación empresarial y aumenta todavía adicionalmente los riesgos, ya de por sí elevados, de la inversión en el Este de Alemania. Es imposible alcanzar, desalentando las iniciativas empresariales y con obstáculos mayores para las disposiciones flexibles, el objetivo de reducir apreciablemente el paro.

Como muestran algunos sondeos de opinión, los

alemanes del Este toman al pie de la letra las promesas del Canciller Federal en el ámbito del empleo. El elevado paro es el motivo principal del enjuiciamiento negativo de las condiciones de vida. Es por esta razón que la situación económica general en la Alemania del Este se considera buena sólo en un grado sumamente reducido (7 por 100). La mayoría mantiene el punto de vista de que el Gobierno Federal hace demasiado poco. Tampoco el viaje propagandístico de Schröder por el Este ha cambiado notablemente las cosas, por lo que respecta al descontento generalizado. Mientras el empleo sólo baje en el Oeste, y, en cambio, sólo se estanque o incluso crezca en la parte oriental del país apenas si se reconsiderará este juicio negativo sobre el Gobierno Schröder.

¿Cómo se puede ayudar a la economía del Este de Alemania a alcanzar una mayor competitividad frente a los países de bajos salarios de las fronteras orientales? No basta con asesorar a los empresarios dinámicos ni con créditos a bajo interés. Son necesarias reformas que les pongan en condiciones de adoptar reacciones flexibles como respuesta al cambio estructural y de acometer nuevos proyectos y ampliaciones de sus empresas.

El camino equivocado es endosar cada vez más unilateralmente a las empresas los riesgos vinculados a los puestos de trabajo en un entorno que cambia todavía más rápidamente y dificultar y retardar con más coacción todavía la adaptación a las nuevas condiciones de la competencia. Además, en lugar de fomento de las inversiones de deberían introducir medidas puntuales para aquellas empresas que quieran crear, en regiones estructurales débiles, puestos de trabajo con futuro, competitivos a largo plazo y basados en el conocimiento. Claro que para ello deben desarrollarse rápidamente las vías de comunicación que justamente allí son todavía a menudo deficientes.

Igualmente, tienen carácter de urgencia los esfuerzos que combaten la escasez de trabajadores especializados de modo más eficaz que los cursos de formación de las oficinas de empleo. La formación en las empresas basada en la financiación externa augura más éxito. Es indispensable en la política salarial y de jornada laboral una prematura reorientación hacia la competencia con los países candidatos a la adhesión. También desaniman a muchos empresarios la política energética, que crea cargas unilaterales, y la política fiscal, que no ofrece desgravaciones perceptibles hasta dentro de cuatro años. Se requiere de una reconsideración pronta en casi todos los ámbitos de la política, si lo que se quiere es conjurar las consecuencias negativas para la parte oriental de Alemania de la ampliación de la UE hacia el Este.

LA SITUACIÓN ECONÓMICA EN ALEMANIA

Traemos al presente número varias contribuciones al tema del epígrafe: Dos comentarios de *Süddeutsche Zeitung* y *Frankfurter Allgemeine Zeitung* a propósito del informe de otoño de los institutos económicos alemanes, que se analiza con más detalle en otra colaboración en esta misma edición. Por último, la referencia

de *Neue Zürcher Zeitung* a la reciente encuesta del Consejo Alemán de Cámaras de Industria y Comercio sobre el panorama económico en la República Federal.

Los expertos previenen contra la subida de tipos.

(Oliver Schumacher en *Süddeutsche Zeitung*, del 26 de Octubre)

En su dictamen de otoño, que ocupa unas 90 páginas, los seis principales institutos económicos pronostican que el año que viene, en Alemania y en la zona del euro, se debilitará ligeramente la expansión. Los expertos han mencionado sobre todo los precios del petróleo, que han aumentado claramente, y una política monetaria más severa. Pero no habría peligro de recesión. Por ello el año próximo el producto interior bruto (PIB) debería aumentar en un sustancioso 2,7 por 100, después del 3,0 por 100 del año en curso. En vista de que al mismo tiempo cede la presión de los precios, los responsables del informe exhortan al Banco Central Europeo (BCE) a la moderación, diciendo que "también porque la expansión de la oferta monetaria se ha contraído apreciablemente ahora los institutos no consideran necesarias desde la perspectiva actual más medidas relacionadas con los tipos de interés".

Con mayor claridad se ha expresado ante la prensa en Berlín Udo Ludwig, del Instituto de Investigación Económica de Halle: "no hay motivos para seguir incrementando los tipos de interés básicos". Desde Noviembre de 1999 el BCE ha subido gradualmente los intereses partiendo del 2,5 por 100 de entonces hasta el 4,75 por 100 de ahora. En opinión de los institutos, los banqueros del euro han explicado, en parte, de forma diferente, su actuación, sacrificando así la confianza.

Por lo que se refiere a la futura evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar, los autores del dictamen se manifiestan entre cautelosos y evasivos. Señalan que por ahora no se puede emitir un juicio definitivo. A plazo medio estiman posible una revaluación del euro. Si –como esperan– se llega a una visible desaceleración de la coyuntura de EE.UU., entonces "vuelve a perfilarse también con mayor fuerza en primer plano el elevado déficit estructural de la balanza corriente", lo que adicionalmente podría debilitar el tipo de cambio del dólar.

En un capítulo a ello dedicado, los investigadores se ocupan igualmente del impuesto ecológico. Animam a la coalición rojiverde a que continúe defendiendo la ley de este impuesto aprobada en su día, pero exigen al mismo tiempo retoques. Para aumentar la eficacia ecológica podría, por un lado, suprimirse el impuesto sobre los vehículos automóviles y aumentarse paralelamente el impuesto sobre la gasolina. Por otro lado, cabría pensar en intensificar en las autopistas el recurso a los gravámenes basados en el uso. Los institutos critican expresamente el paquete rojiverde de medidas de compensación por los incrementos de los precios de la energía. La inicialmente perseguida función de dirección del impuesto ecológico seguirá debilitándose con el proyectado montante basado en la distancia y el previsto recargo sobre el fuel.

Se ve corroborada la actuación del gobierno.

Destacados representantes del gobierno federal se han visto reafirmados por el informe en su política. El Ministro de Finanzas Hans Eichel ha hablado de datos satisfactorios. Según él, el crecimiento continúa con una ocupación cuantitativamente más importante y un desempleo mucho más reducido. De acuerdo con la predicción de los institutos, la tasa de paro bajará al 8,5 por 100 en el 2001 (este año será del 9,2 por 100), siendo el retroceso en el Oeste del país más patente que en el Este. Allí la cifra de nuevos puestos de trabajo es probable que sólo aumente marginalmente.

Mientras que el Ministro de Economía también espera que la economía alemana pueda "digerir bien" los mayores precios del petróleo, los representantes de la oposición y de las asociaciones económicas han sido mucho más escépticos. Michael Glos, el representante del grupo parlamentario de la CSU en el Parlamento, ha reclamado la supresión del impuesto ecológico y anticipar la rebaja de impuestos no prevista hasta 2003 y 2005. El miembro del Comité de Dirección de la CDU Peter Rauhen ha declarado que la debilidad de la coyuntura y la constante desvalorización del euro son expresión de la voluntad de reforma en declive del Gobierno.

El Consejo de Cámaras de Industria y Comercio ha reprochado a los institutos haberse ocupado tan poco de las causas a medio plazo de la debilidad del euro como del aplazamiento de la próxima fase del impuesto ecológico. La Asociación del Comercio Mayorista y Minorista ha manifestado que el pronóstico de crecimiento sólo puede cumplirse en condiciones óptimas.

Sin fisuras.

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, del 25 de Octubre)

Todo se arreglará. La coyuntura de este año va bien, el paro retrocede y la inflación se mantiene dentro de unos límites razonables. A la vista de estas constataciones el dictamen de otoño de los institutos económicos parece flojo. Casi es como si los expertos ya no supieran muy bien lo que deberían aconsejar a los políticos. Claro que hay las acostumbradas recomendaciones de moderación salarial a los interlocutores sociales y a los políticos para que utilicen los márgenes disponibles para rebajar los impuestos. Pero se echa de menos un grito de alarma decidido. Ante el telón de fondo de la positiva evolución de la coyuntura y de la prometida reforma fiscal, para la población pasa totalmente desapercibido el que este año sea increíblemente alta la carga soportada en materia de gravámenes. También la cuota estatal sigue creciendo, lo que quizá encaja con un gobierno dirigido por el SPD pero que se contraponen a las exigencias de la política económica. La política de rentas no puede presentar logro alguno todavía, mientras que la percepción del impuesto ecológico es impropcedente. Los institutos apenas si culpan a alguien de estos vicios. En el caso de este impuesto lo único que hacen es recomendar su reestructuración. Se afirma que el Este de Alemania ne-

cesita, por su parte, más subvenciones. Tales sugerencias son fatales, porque los políticos las interpretan equivocadamente con toda seguridad como un "seguir igual". Alemania saca esencialmente provecho de la favorable coyuntura internacional. Si ésta se quiebra, las cosas se deteriorarán en seguida.

Amortiguado dinamismo de la economía alemana.

(Neue Zürcher Zeitung, del 1 de Noviembre)

La encuesta de otoño relativa a la marcha de la coyuntura realizada por el Consejo Alemán de Cámaras de Industria y Comercio (DIHT) contrasta, fundamentalmente, en su imagen del momento económico con la versión del año pasado. En efecto, entonces el empresario había dirigido su incrédula mirada al *boom* coyuntural que se perfilaba y se había armado con múltiples argumentos contra un posible golpe bajo. Hoy impera una euforia de crecimiento que en vista de diferentes factores de incertidumbre procede atenuar. Aunque la economía alemana sigue básicamente mereciendo confianza, no hay que pasar por alto las sombras que hay aquí y allá. El Director General del DIHT Franz Schröder ha sometido las buenas perspectivas coincidentes con un permanentemente elevado pero decreciente ritmo de la coyuntura, a la reserva de que los distintos factores de incertidumbre no se impongan de forma virulenta. Ha mencionado a este respecto sobre todo la necesidad de que no haya nuevas subidas del precio del petróleo, una inflación moderada y un mantenimiento de los intereses en los bajos niveles actuales. Además, hay un riesgo político, porque en modo alguno parece todavía consolidado el rumbo de la política económica iniciado por el Gobierno Schröder.

La industria como motor.

Con este telón de fondo el DIHT espera para el año próximo un crecimiento económico en torno al 3 por 100 sostenido por una demanda de exportaciones en continuada expansión pero una reanimación de las inversiones. La inflación no debería sobrepasar el actual nivel. Un notable incremento del empleo podría convertirse en realidad con la creación de 300.000 a 400.000 puestos de trabajo adicionales. Una vez más proceden de la industria –y en particular de las grandes empresas– los impulsos más fuertes, mientras que en el sector de los servicios se observa una ligera estabilización a nivel elevado. Como condiciones marco positivas para el panorama económico se mencionan los moderados acuerdos salariales, generalmente concedidos para períodos de dos años, la reforma fiscal y los bajos tipos de interés a largo plazo. En cambio, los elevados precios del petróleo y también los precios de importación, en alza debido a la debilidad del euro, pasan su factura. Junto a los influjos específicos de cada sector –sobre todo en el del transporte, en el de fabricación de productos intermedios y también en el del comercio –este encarecimiento de la importación conduce a una perceptible sangría de poder adquisitivo que se echa en falta como motor de la coyuntura interna.

La coyuntura exportadora está acompañada de una reanimación de la actividad inversora. Sobre todo, son las empresas industriales las que prevén un fuerte incremento de su presupuesto de inversiones para 2001. Esto se refiere, sobre todo, a las grandes explotaciones con más de 1.000 empleados, mientras que las pequeñas firmas apenas si han ampliado sus planes de inversiones. Según el DIHT, este proceso diferente podría ser un síntoma de que el empresariado ya reacciona en el primer paso de la reforma fiscal en Alemania por el trato preferente que se da, en general, a las grandes empresas de capital. Frente a esto, la industria de la construcción, pero también el sector del comercio y algunos ámbitos de los servicios, comprimen en cierta medida su planificación de inversiones. Los efectos positivos de la reforma fiscal quedan naturalmente algo debilitados, porque con la proyectada prolongación de los períodos de amortización, fiscalmente autorizados, surge una carga fiscal adicional que, según el Canciller Federal Gerhard Schröder, no debería sobrepasar, en total, el importe de 3.500 millones de DM. Por lo demás, en este caso, con la vuelta de la durabilidad económica a la durabilidad técnica de los bienes de producción en Alemania se crea a largo plazo un problema de principio en la composición del *stock* de capital, porque se "penaliza" fiscalmente la rápida modernización conforme a la prevista nueva normativa de amortizaciones:

Prosigue el anquilosamiento del mercado de trabajo.

DIHT previene con bastante vehemencia contra los riesgos políticos que se ciernen sobre la evolución del crecimiento en Alemania. El debate que los parlamentarios alemanes mantienen actualmente en torno a los últimos retoques del paquete de la reforma fiscal, junto con la descrita agudización de las normas de amortización, crean incertidumbre entre los empresarios y afectan al clima económico. Son, sobre todo, las perspectivas de nuevas regulaciones en el campo de los derechos laboral y social las que afectan a la recién adquirida y tan esperada seguridad en la planificación de los costes salariales. La coalición gubernamental rojiverde persigue la legiferación del derecho al trabajo a tiempo parcial y continúa así interviniendo en la libertad contractual. También el proyectado nuevo ordenamiento de las relaciones laborales a plazo determinado dificulta la planificación personal y, en opinión del DIHT, no va en pos de una mayor flexibilización del mercado. A ello se añade la amenaza de extensión de la cogestión. Todos estos planteamientos conducen para Schröder que en Alemania prosiga el anquilosamiento del mercado de trabajo, lo que a la larga es contraproducente.

¿El crecimiento frena la inflación?

(*Neue Zürcher Zeitung*), edit. del 4/5 de Noviembre)

La política monetaria se mueve hoy en un entorno muy diferente al que había hace diez o quince años. Aunque dado el rapidísimo desarrollo de los mercados financieros internacionales esto sea algo indiscutible, asombrosamente poco ha hecho variar el sentido bá-

sico de la política monetaria, tanto de la mayor parte de los científicos, como de los responsables de los bancos de emisión. Lo que no ha sido capaz de conseguir la revolución en las bolsas y los mercados parece, sin embargo, poderlo alcanzar –al igual que en todos los ámbitos de la política económica– la "nueva economía". En todo caso, apenas si antes, desde que en los años setenta el monetarismo emprendiera su marcha triunfal, se reflexionaba de forma tan explícita como ahora sobre los nuevos desafíos en la política monetaria.

Dado que EE.UU. es el indiscutible campeón de la *new economy* cristalizan allí los acontecimientos antes que en ninguna otra parte. Así, hace poco, una conferencia organizada por el Instituto Cato de Washington, una fábrica pensante liberal, se ha ocupado, con la participación de numerosos expertos entre los que figuraba el Presidente de la Fed Alan Greenspan, de cómo debe configurarse la política monetaria bajo los (¿presuntamente?) nuevos condicionamientos. Dos son fundamentalmente los retos con los que se ve enfrentada la política del banco de emisión. Por un lado, se plantea la cuestión de si en la nueva economía hay que contar permanentemente con tasas de productividad y crecimiento más elevadas y qué consecuencias tiene esto para la política monetaria. Por otro lado, las nuevas modalidades de pago, como son las tarjetas *cash*, no expedidas por los bancos, y todas las formas de dinero cibernético, plantean un cúmulo de problemas.

Los defensores de un nuevo paradigma sostienen que en la nueva economía el crecimiento ya no está necesariamente vinculado a la presión inflacionista. Mantienen, al igual que Robert McTeer, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Dallas, el punto de vista de que en los últimos años la inflación no ha disminuido a pesar de, sino debido al fuerte crecimiento basado en la tecnología. Se afirma que si la inflación es la consecuencia de que hay demasiado dinero al que se contraponen una masa demasiado pequeña de bienes, un exceso de mercancías debería actuar en un sentido tan deflacionista como una oferta monetaria más escasa.

También, el último año, McTeer ha votado dos veces en la Fed, oponiéndose a un endurecimiento de la política monetaria, no porque él forme parte del grupo de las "palomas" que hay entre los "halcones", sino porque lo que a él le interesa es poner a prueba los "nuevos límites de velocidad" que rigen en la nueva economía. El que de pronto se pueda ir a mayor velocidad lo explica con todo un paquete de factores que van desde el derrumbamiento del comunismo, pasando por la privatización, la desregulación y el libre comercio, hasta los mercados financieros eficientes, la explotación de los descubrimientos en el campo de la alta tecnología, el florecimiento del capital riesgo y una política económica a fin de cuentas mejor. Al mismo capítulo corresponde la observación de que los costes unitarios han descendido debido a los extraordinarios progresos en materia de productividad, a pesar de unos salarios y unos beneficios fuertemente crecientes. Pero la argumentación prosigue: si el crecimiento rápido obstaculiza la inflación, una desaceleración del crecimiento podría promover la inflación. Se trataría de una constelación extravagante, aunque con toda segu-

ridad difícil para los bancos de emisión. Porque tampoco constituye un milagro que en su último informe mensual el Banco Central Europeo rehuya bastante el diagnóstico de un nuevo mundo de estas características, por un lado, por principio, por existir numerosos problemas de medición, por otro, debido a la específica situación de que hay enormes diferencias con respecto a los EE.UU.

El segundo desafío tiene que ver con el desarrollo de los nuevos instrumentos de pago y de la electrónica en el tráfico interbancario. Según el profesor Benjamín Friedman de la Harvard University, existe un riesgo real de que con ello se produzca un cierto desacoplamiento entre las operaciones de los bancos centrales y el acontecer en la economía monetaria. Esto puede suceder, por ejemplo, cuando las compañías telefónicas expiden tarjetas de crédito o tarjetas *cash* que son aceptadas como medios de pago por otras empresas. Al no haber depósitos bancarios detrás de estos créditos y medios de pago no pueden ser influenciados –pongamos por caso, a través de normas sobre reservas mínimas– en la misma medida que lo pueden hacer los bancos centrales con los medios de pago creados por los bancos. Friedman subraya que en esto se trata de procesos, que aunque marginales, sí serían eficaces a la larga. No se suprimirían las operaciones de pago tradicionales, pero con tales nuevas modalidades se limitarían en parte las mismas, y con ello la influencia del banco central sobre la oferta monetaria.

Las respuestas a estos desafíos son más variadas que los desafíos mismos. Una que se viene repitiendo con frecuencia afirma que, en vista de la relación que se ha convertido en completamente incierta entre crecimiento y oferta monetaria, debería dejarse de combatir preventivamente la inflación y ello no se debería hacer hasta que ésta fuera perceptible; en otro caso, se pisaría demasiado pronto el pedal del freno sin saber lo que da de sí la máquina, y se estrangularía innecesariamente la prosperidad. Además, la inflación no habría muerto, pero habría retrocedido con tanta fuerza que incluso ni en el caso de una reacción algo tardía habría realmente que temer una pérdida en la estabilidad de precios.

Por lo demás, se ven apoyados aquellos que rechazan tomar en cuenta la economía real, es decir, tomar como motivo para tirar de las riendas de la política monetaria un crecimiento “demasiado alto” o un desempleo “artificialmente bajo”. Y con más razón vuelven a ganar peso específico las voces que propugnan apoyarse en indicadores completamente nuevos. Manuel Johnson, juntamente con Bob Keleher, ha escrito ya en 1996, por ejemplo, un libro en el que propone orientar la política monetaria según los precios en los mercados de materias primas según los tipos de cambio y según la rentabilidad de las obligaciones. De esta

forma se reaccionaría más rápidamente, más precisamente y de modo más consistente a largo plazo que si la orientación se basara directamente en la evolución de los precios al consumo, y no se estaría a expensas del conocimiento de la relación entre el crecimiento real y el desarrollo de la oferta monetaria.

Finalmente, hay que mencionar a aquellos que, como Lawrence H. White (University of Missouri), son de la opinión de que los bancos centrales estatales hace tiempo deberían haber desaparecido y de que sus funciones deberían ser asumidas por instituciones privadas. Para este grupo políticamente poco importante, pero de argumentación consecuente, son casi un regalo del cielo los progresos en la tecnología de la información y en los mercados financieros, pero también las mayores incertidumbres de la política monetaria, porque socavan el poder omnímodo de los bancos centrales y podrían revelar los límites de sus posibilidades de estructuración. Consecuentemente, esperan que se inicie una nueva era en la que bancos de emisión queden obsoletos.

De todas formas, parece que todavía predominan los que cautelosamente creen en el progreso de la política monetaria, es decir, aquellos que consideran que el planteamiento monetario es el más adecuado para reflexionar sobre la teoría y la política monetarias, pero que no quieren que todo quede fijado para siempre. De esta posición se desprende, por un lado, como subraya Charles Rosser (Rochester), la recomendación de orientarse, en momentos de gran incertidumbre, según principios de política monetaria lo más simples que sea posible, no según normas óptimas que, aunque puedan ser “mejores” son más sensibles a los cambios estructurales. Por otro lado, de esta posición resulta la reflexión en torno a algunos pocos principios que transitoriamente se pueden considerar válidos.

Aquí aparece la constatación casi banal de que la inflación es/y seguirá siendo un fenómeno monetario, aunque la fiabilidad de la relación entre dinero y renta se haya debilitado. Así, los cambios en los precios nominales seguirán poniendo con bastante exactitud de manifiesto los cambios en el valor del dinero. Tal cosa significa que tampoco en la nueva economía pueden los estímulos monetarios influir de forma continuada sobre la economía real y sobre los precios relativos, incluso aunque ello sea muy posible a corto plazo. Así que a la política económica no le queda en fin de cuentas más que una contribución razonable al aumento del bienestar, a saber, la salvaguardia de la estabilidad de precios. Podría suceder, como máximo, que la determinación de la dimensión y de la cadencia de las medidas de política monetaria sea en el futuro, todavía más que en el pasado, un arte. Sin embargo, nada cambiará las verdades fundamentales de la política monetaria.