

## LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

### SUMARIO

La caída del dólar y la pérdida de fe en la economía USA .....	142
Los obituarios del dólar pueden ser prematuros .....	143
Cambios en el BCE .....	143
El menor atractivo de la economía USA .....	144
Problemas para la Comisión Europea .....	144
La situación algo precaria del dólar .....	145
La ley agrícola de Estados Unidos .....	146
Una horrible ley agraria .....	146
¿Se pierde fe en el dólar? .....	147
Iniquidad fiscal .....	147
Las reglas contables, aquí y allá .....	148
¿Stagflation a la vista? .....	148
Euros y precios .....	149
¿Qué le pasa al dólar? .....	150

### La caída del dólar y la pérdida de fe en la economía USA

(J. M. Schlesinger y C. Karmin en *The Wall Street Journal Europe* de 3 de Junio)

El reciente retroceso del dólar frente al euro, al yen y a otras monedas importantes significa el fin de un romance amoroso de siete años entre los inversores de todo el mundo y la economía de Estados Unidos.

Tal cambio de sentimiento significará probablemente la interrupción de la llegada de más de m.m. de dólares diarios que los inversores extranjeros estuvieron transfiriendo a Norteamérica en los últimos tiempos, con lo que contribuyeron en gran manera a la expansión inversora que presidió el gran crecimiento de la economía de Estados Unidos. Como ha dicho un experto economista, «el gran héroe anónimo del boom norteamericano de la segunda parte de los años noventa fue el capital extranjero». Pero esto se está acabando, si no se ha acabado ya. En este caso, las consecuencias serán probablemente unos menores pre-

cios de las acciones y unos mayores tipos de interés, en la medida en que el dinero se haga más escaso en Norteamérica.

El valor de la divisa de un país es como un indicador del tiempo que muestra la dirección de los vientos del capital internacional. Cuando los inversores mandan más dinero a Estados Unidos del que se llevan, el dólar se fortalece, toda vez que los inversores compradores necesitan dólares para adquirir activos norteamericanos. La veleta que señala el viento parece ahora que cambia de dirección.

De julio de 1995 hasta febrero de este año el dólar subió casi un 50 por 100 en valor, ponderado por una cesta de divisas de países que comercian con Estados Unidos que supervisa la Reserva Federal. El dinero entró en Estados Unidos en enormes cantidades. En 1997, Estados Unidos importó una cifra récord neta de 254 m.m. de dólares en forma de capital extranjero, el doble del récord establecido durante la expansión de los años noventa. Y los vientos siguieron aumentando.

El año pasado los extranjeros mandaron a E.U. 455 m.m. de dólares.

El invencible dólar estimuló a los extranjeros para que siguieran comprando acciones, bonos, empresas, fábricas y bienes inmobiliarios. Esto contribuyó por otra parte a la contención de la inflación, al reducir las importaciones y al dificultar el incremento de precios por parte de los propios productores norteamericanos.

Todo esto supuso un coste para los fabricantes y agricultores de Estados Unidos, según los cuales la fortaleza de la divisa norteamericana les fuerza a abandonar los mercados exteriores y —al reducir el precio de las importaciones con las cuales han de competir— presionándolos también en el interior de su país.

Por esto el presidente de la Asociación Nacional de Fabricantes califica la reciente caída del dólar como una "buena noticia". "Nos gustaría que el dólar bajara este año un 15 ó un 20 por 100".

Ahora bien, si la actual caída del dólar persiste, el impacto futuro será un despertar de la inflación, al producirse un aumento de los precios de las importaciones, facilitando además la subida de los mismos por parte de los productores nacionales. Por lo demás, todo ello puede fácilmente conducir a un incremento de las exportaciones que se traduzca en un mayor crecimiento. "Un descenso del 4 por 100 del valor del dólar supondría un incremento del nivel de precios de 0,1-0,2 puntos porcentuales en la segunda mitad de este año, y a una subida análoga de la producción, según los economistas de J.P. Morgan...

### Los obituarios del dólar pueden ser prematuros

(Peronet Despeignes, en *Financial Times* de 4 de Junio)

La especulación sobre la caída de la moneda norteamericana alcanza a todos los rincones, razón por la cual este puede ser un buen momento para actuar como abogados del dólar.

Durante la mayor parte de los años noventa, en medio de todo tipo de incidentes, internos e internacionales, los inversores y los especuladores cambiarios se mantuvieron en general detrás de la economía de Estados Unidos como si fuera una madre amantísima, destacando sus puntos fuertes, olvidando sus debilidades, nutriéndola. Últimamente, todo esto ha adquirido otro aspecto.

Incluso en una fase de notable recuperación, después de la crisis del año pasado, y con el "milagro de la productividad" aparentemente todavía intacto, los inversores, nacionales y extranjeros, dan muestras de estar perdiendo la fe. El dólar ha bajado a un mínimo frente al euro en los últimos 16 meses, y los mercados de acciones representan un menos que discreto papel frente a los del resto del mundo.

Algunos economistas creen que los mercados indican que hay preocupaciones a largo plazo sobre la capacidad de la gran máquina de ganar dinero que es

Estados Unidos de mantener la primacía mientras otras economías se recuperan y se reforman. El gasto público norteamericano sube, el proteccionismo de Estados Unidos crece y las perspectivas del terrorismo y del "enronismo" se consolidan.

Pero antes de aceptar el obituario de la Era del Dólar, considérese lo que sigue.

A juicio de algunos economistas, si bien el dólar se ha debilitado frente al euro y frente a otras monedas importantes, es todavía fuerte respecto a una cesta de divisas ponderadas según su importancia comercial. Por otra parte, los inversores fueron demasiado lanzados en un momento dado y pueden estar en exceso retraídos ahora.

Otros economistas rechazan la idea de un nuevo proteccionismo norteamericano, y sostienen que la expansión por parte de Bush de las subvenciones a la agricultura y el incremento de los aranceles sobre las importaciones de acero son meramente movimientos tácticos para obtener apoyos más tarde para, entre otras cosas, liberalizar el comercio. La reducción de la inversión extranjera, por otra parte, puede ser poco más que saturación y diversificación.

Los gastos del Estado, por lo demás, aunque en aumento, permanecen cercanos a medias históricas como proporción del PIB de Norteamérica. La operación de limpieza resultante del escándalo Enron, en fin, podría poner fin a algunas debilidades de Norteamérica, fortaleciéndola a largo plazo.

Todo esto no significa que el dólar vaya a reaccionar. Esto parece menos probable después de que se hayan destacado los problemas, las dudas y los temores que se han reunido en su contra. Lo que se trata de decir es que Estados Unidos ha sorprendido siempre y que persisten suficientes fuerzas correctoras como para modificar la situación presente tan espectacularmente como se ha deteriorado.

También se trata de advertir que cuando se trata de economía y de mercados financieros se ha de valorar con mucho cuidado la opinión general (*conventional wisdom*). Frecuentemente, ésta es errónea y, cuando llega a convertirse en común y muy difundida, es poco útil. Nadie sabe hacia dónde se dirigen las cosas, pero a veces merece la pena opinar en contra.

### Cambios en el BCE

(John Schmid, en *Herald Tribune* de 6 de Junio)

Cuando Lucas Papademos asista a la primera reunión de la junta de gobierno del Banco Central Europeo como vicepresidente, esta semana, su llegada representará el primer paso en lo que muchos economistas predicen que ha de ser una nueva era de firme dirección, apertura y menos rigidez en la joven institución.

Papademos, que va a ocupar el puesto ocho años, acompañará a partir del próximo año, a Jean-Claude

Trichet, cuyo nombramiento como presidente del banco puede considerarse cosa hecha después de que hayan sido eliminados los posibles problemas que tuviera con la justicia francesa por el caso del escándalo del Crédit Lyonnais.

El nuevo equipo de dirección adquiere forma en un momento crucial para el BCE. La moneda única europea, que había caído bajo la actual dirección, se está recuperando. El nuevo dúo Trichet-Papademos presidirá una expansión del bloque monetario al Este de Europa, y posiblemente al Reino Unido, Dinamarca y Suecia. Tan gran expansión supondrá sin duda cambios culturales dentro del banco, y un reexamen de algunos principios directores, tales como su rígido objetivo inflacionista.

Por otra parte, el banco ha sufrido a causa de la situación de Duisenberg, que iba a ser presidente sólo por cuatro años. El mandato de Trichet será de ocho años, con lo que se conseguirá un mayor sentido de continuidad.

La llegada de Trichet, suponiendo que ésta sea una realidad, proporcionará una buena oportunidad para plantearse posibles cambios de procedimientos, de objetivos y de otras cosas que, como la transparencia, habían sido criticadas en el pasado.

Por lo demás, los nuevos miembros potenciales, como Gran Bretaña, traerán aire fresco y contribuirán a posibles cambios de actitud.

Pocos son los que discuten las capacidades de Trichet y de Papademos. El primero, de 59 años, es suficientemente conocido. En cuanto al segundo, de 54, dispone de una experiencia reconocida, no sólo como gobernador, hasta ahora, del Banco de Grecia, sino como por su paso por el MIT (PhD), por Columbia University, donde pasó 10 años como profesor de economía, y por el Banco de la Reserva Federal de Boston, desde donde pudo observar de cerca la política del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos. La presencia de Papademos puede resultar esencial, en el sentido de que suponga un contrapeso a la influencia quasimonetarista del viejo Bundesbank...

## El menor atractivo de la economía USA

(*The Economist* de 1-7 de Junio)

Hace pocos años, la economía de Estados Unidos gozaba de un prestigio enorme. Gracias al milagro de la productividad, la producción aumentó lo suficientemente como para reducir el paro a cifras históricas, y esto sin alimentar la inflación. A lo largo y ancho del planeta, los inversores no podían dejar de maravillarse ni alcanzar a comprender la magnitud de ese fenómeno.

En muchos aspectos, la recuperación económica de hoy es igualmente seductora. A pesar del estallido de la burbuja bolsística, del colapso de la inversión empresarial del año pasado y de los ataques terroristas, la recesión ha sido admirablemente breve y suave. La economía se reactivó en los primeros meses de 2002;

el crecimiento de la productividad ha permanecido extraordinariamente fuerte; el consumo sigue siendo firme; los beneficios de las empresas, medidos por las cuentas de la renta nacional, siguen dando señales de vida, y la inflación continúa sin aparecer por ninguna parte. Sin embargo, los inversores permanecen pasivos. Los precios de las acciones carecen de brillo, y el dólar alcanzó la última semana un mínimo de 14 meses frente al euro. ¿Por qué ha perdido la economía norteamericana el poder de ilusionar?

La explicación obvia es que las perspectivas económicas siguen siendo inciertas. Por supuesto, el crecimiento del PIB en el primer trimestre —un 5,6 por 100 anual, según las cifras revisadas difundidas en mayo por el Departamento de Comercio— fue sorprendentemente elevado. Pero una gran parte del aumento fue originado por factores temporales, particularmente una reducción del ritmo de eliminación de los stocks.

Sea como fuere, lo malo es que los beneficios son muy bajos comparados con los máximos alcanzados antes de la recesión, y que las empresas norteamericanas disponen de una gran capacidad sin utilizar. A corto plazo, pocos son los que esperan que el gasto en inversión pueda estimular la economía.

El gasto de los consumidores, sin embargo, sigue siendo explosivo, sin que se vean señales de que vaya a debilitarse, pues las rentas de los norteamericanos siguen subiendo, aunque menos que hace algunos meses.

Otro componente, aunque menor, del PIB continúa subiendo: se trata del gasto público, que se halla situado un 10 ó un 15 por 100 por encima de los niveles del año pasado.

Tras estas consideraciones, la mayoría de los economistas concluye que lo más probable es la continuidad del crecimiento, si bien a un ritmo menor que en el primer trimestre. Ahora bien, si esto es así, ¿por qué los inversores y en especial los extranjeros, se muestran tan desanimados?

Una razón es la menor confianza en el capitalismo norteamericano tras los escándalos financieros de Enron y otras firmas. También representa un papel de alguna relevancia el incremento del déficit corriente de Estados Unidos, que puede alcanzar el 5 por 100 del PIB este año. La crisis del dólar podría suponer una amenaza seria para la recuperación; todo ello sin olvidar otro u otros posibles ataques terroristas y nuevos choques energéticos.

Sería una cruel ironía que los inversores extranjeros, al abandonar demasiado pronto a Norteamérica, contribuyeran a la desaparición de la economía de ensueño que todos ellos habían admirado.

## Problemas para la Comisión Europea

(*Le Monde* de 4 de Junio)

Reivindicando mayores competencias sobre la po-



lítica extranjera de la Unión, la Comisión Europea presidida por Romano Prodi pretende llegar a ser el gobierno de Europa. Esta ambición no gusta a los jefes de Estado y de gobierno de los grandes países, los cuales no quieren ni oír hablar de un tal cambio institucional. Peor aún: la cuestión ha desencadenado una fronda en el seno de la Comisión, al haberse mostrado opuesto al proyecto el comisario británico, Chris Patten. La atención se proyecta sobre las disfunciones y los desacuerdos en el seno de la Comisión, y se han visto además ilustrados por el conflicto que opone a la española Loyola de Palacio a su colega austriaco Franz Fischler a propósito de la reforma de la pesca.

Otro debate en este contexto es el que enfrenta desde hace meses los partidarios de un modelo social europeo regulado, dirigidos por el francés Pascal Lamy, a los que preconizan una Europa más liberal, como son el holandés Bolkestein y el italiano Monti, encargado éste de la competencia.

El clamor público de estos conflictos no es en sí extraordinario, pero suscita una viva inquietud sobre el futuro de la institución. Con la ampliación, la Comisión tendrá 25 comisarios, difíciles de dirigir. El presidente de la Convención sobre el futuro de Europa, Valéry Giscard d'Estaing, no ha dejado de sorprenderse de que la Comisión no haya juzgado oportuno, en su proyecto, interrogarse sobre la reforma de su propio funcionamiento.

Los problemas de la institución empiezan con su propia organización. Por iniciativa de Romano Prodi, los comisarios y sus gabinetes no se reúnen ya en el mismo edificio, y se han unido a las administraciones que tienen a su cuidado respectivo. Esta dispersión geográfica en Bruselas hace que cada uno estudie en su rincón los expedientes que le afectan. Por otra parte, algunos comisarios insisten en utilizar su propia lengua.

Sea como fuere, esta dispersión lingüística y geográfica contradice el principio de la colegialidad. Cada uno se ocupa de lo suyo y nadie habla de un proyecto común, que no existe.

Son raros los comisarios con una amplia visión política. Cuando un comisario habla de un tema extraño a sus atribuciones, es acusado de defender los intereses de su país. Loyola de Palacio, antigua ministra española de Agricultura y de Pesca, se ve bajo el fuego de las críticas por haberse mostrado contraria al proyecto de reforma de Fischler, cuyas primeras víctimas serían los pescadores españoles. En cualquier caso, nadie parece interesarse por el interés general.

Lo que, ante todo, busca la Comisión es defender su poder frente al Consejo de Ministros. Su propuesta de reforma de la pesca, que deberá negociar con los gobiernos, la separa un poco más de las poblaciones.

Originariamente, seis de los nueve comisarios representaban a los "grandes" países. Ahora bien, éstos van a quedar ahogados en la Europa de 25, y Giscard d'Estaing estima que el colegio no estará ni siquiera en condiciones de votar. "Será necesario desconectar la composición de la Comisión de toda forma de repre-

sentación nacional. ¿Por qué no pensar seriamente en una comisión de sólo ocho o diez miembros?".

### La situación algo precaria del dólar

(*Financial Times* de 27 de Abril. Editorial)

Tanto tiempo pronosticada y, sin embargo, tanto tiempo evasiva, la perspectiva de una significativa caída del dólar USA está poniendo nerviosos a los mercados de cambios una vez más. Desde que empezó a subir en 1995, el billete verde ha parecido vulnerable a los ataques especulativos, pero lo cierto es que, año tras año, ha demostrado ser inmune.

Motivos para la baja del dólar —el persistente superávit comercial de Japón; la puesta en marcha del euro; la recesión de Estados Unidos— no han faltado. Ninguno de ellos impidió la persistente subida del mismo frente a las monedas de los competidores comerciales de Norteamérica.

Esto no debería constituir una sorpresa: la estimación de los movimientos a corto plazo de una moneda ha sido siempre una labor arriesgada. El hecho que el dólar haya desafiado la gravedad durante tanto tiempo no invalida la realidad de su sobrevaloración. Sólo muestra que no podemos predecir cuándo caerá. Pero caerá, casi con toda seguridad, dado que Estados Unidos ha gastado más de lo que ha ganado en los últimos seis años.

El mayor crecimiento de las importaciones respecto a las exportaciones ha conducido a un enorme déficit por cuenta corriente norteamericano que ha requerido entradas netas de capital (al tipo de cambio del mercado) de por lo menos 400 m.m. de dólares cada año. Hasta ahora esto no ha representado ningún problema, pero el déficit sigue creciendo. La OCDE pronostica que el déficit corriente de Estados Unidos subirá del 4,1 por 100 del PIB el año pasado hasta el 5 por 100 del mismo en 2003.

Pocos países han resistido un déficit corriente de ese nivel mucho tiempo. Todavía es más difícil que la mayor economía del mundo absorba más de 500 m.m., o cerca del 10 por 100 del ahorro global bruto todos los años. Si Estados Unidos atrajera menos de esto al tipo de cambio vigente, el dólar caería automáticamente. Los inversores, por consiguiente, necesitan estar superconfiados en Estados Unidos como destino de sus activos. En el presente, tienen muchas razones para ser cautelosos [...].

Por otra parte, no hay duda que el dólar debería bajar substancialmente para restablecer el equilibrio de la balanza corriente. Con unas exportaciones que representan sólo alrededor del 10 por 100 del PIB, Estados Unidos debería incrementar su volumen un 40 por 100 para eliminar su déficit corriente de 4 puntos porcentuales. Pero como es con mucho la mayor economía del mundo, tal cambio exigiría una importante reducción de los precios de exportación de Norteamérica, por lo que el incremento real de las exportaciones exigido debería ser mayor, y mayor la caída del dólar. El

mismo razonamiento se aplicaría si el reajuste fuera a tener lugar a través de una reducción de las importaciones [...].

El mundo debe esperar que el descenso del dólar se produzca gradualmente, dando tiempo para el reajuste. Sin embargo, esta no suele ser la forma de actuar de los mercados. Si el sentimiento cambia, lo normal es que lo haga rápidamente, y que resulte difícil contenerlo.

Sea como fuere, sin embargo, un dólar en rápido descenso representaría la mayor amenaza para la recuperación global. El valor del billete verde, a su vez, depende de la predisposición de otros a seguir financiando el déficit comercial de Estados Unidos. ¿Qué garantías existen de que todo se produzca como mejor convenga?

### La ley agrícola de Estados Unidos

(Paul Blustein en *The Washington Post - Herald Tribune* de 6 de Mayo)

De todos los problemas que azotan a los pobres del mundo en la era de la globalización, pocos son tan ampliamente condenados como las subvenciones que los países ricos conceden a sus agricultores. Los países pobres sufren porque los precios de sus cosechas caen en los mercados globales cuando unos agricultores relativamente prósperos reciben incentivos estatales para promover la producción.

Las subvenciones agrícolas de la Unión Europea han merecido los más duros ataques de los críticos, entre los que se cuentan activistas de izquierda, economistas académicos representantes del Banco Mundial y librecambistas de derechas. Pero gracias a la ley agraria que el presidente ha prometido firmar en cuanto pase el Senado en su forma final esta semana, la política agrícola de Estados Unidos rivalizará con la de Europa como la más criticada por los especialistas en economía del Tercer Mundo, sobre todo porque contradice la retórica por libertad de mercado de la administración Bush.

La ley agraria (*farmbill*), que va a suponer incrementos substanciales de los precios de garantía de productos tales como el maíz y el trigo, y que va a crear subvenciones nuevas para otros, como la semilla de soja, "va a ser muy perjudicial para los países en vías de desarrollo". ha dicho el director del Center for Global Development, un centro de investigación de Washington. "Se trata de una señal evidente de que nuestra economía está dominada por nuestra política; y cuando se producen consecuencias no intencionadas para países que no disponen de mucho poder, el resultado es muy negativo".

El coste de la ley agrícola, estimado oficialmente en 180 m.m. de dólares, a lo largo de 10 años (aunque muchos expertos presupuestarios creen que será mayor), se añadiría a los 350 m.m. de dólares de subvenciones agrícolas que los países más ricos del mundo proporcionan cada año. El presidente del Banco Mun-

dial, James Wolfenshon, ha sido particularmente explícito al condenar a los países ricos por gastar tanto y con tanta prodigalidad a favor de sus sectores agrícolas, haciendo notar que la correspondiente suma equivale aproximadamente al PIB del África subsahariana.

Un estudio del Banco Mundial y del FMI ilustra algunos de los efectos distorsionantes de las subvenciones a mercados como el del algodón. Si los precios del algodón mundiales no estuvieran deprimidos por las subvenciones, el número de personas en situación de pobreza en Burkina Faso podría ser reducido a la mitad en un período de seis años, según el estudio, el cual añade que las subvenciones representan aproximadamente un tercio de los 35.000 dólares de renta anual media de los productores de algodón norteamericanos. La renta per cápita de Burkina Faso es inferior a 1 dólar diario.

La ley agraria norteamericana beneficiara a unos pocos productores agrícolas de Estados Unidos, pero será a expensas de un gran número de productos pobres de países en vías de desarrollo [...].

### Una horrible ley agraria

(*The Washington Post - Herald Tribune* de 15 de Mayo. Editorial)

George W. Bush firmó el lunes día 13 de mayo una ley agraria que representa uno de los momentos más desafortunados de su presidencia. Se trata de un texto legal que penaliza a los contribuyentes y a la gente más pobre del mundo; todo ello para ganarse los favores de unos pocos electores. Bush dijo que se sentía "satisfecho" (*pleased*) de hacer lo que hacía, y pronunció un breve discurso del que se podía deducir que ignoraba lo que acababa de hacer.

Su discurso empezó con los tópicos habituales utilizados para justificar las subvenciones agrícolas. "Las familias agrarias de Estados Unidos representan alguno de los mejores valores de nuestro país: trabajo duro y amor por el riesgo, fidelidad a la tierra y a nuestra nación". Esto es lo que dijo Bush, como si los bomberos, los policías y otros habitantes de nuestras ciudades fueran unos despreciables antipatriotas. "Sus medios de vida dependen de algo que ellos no pueden controlar: el tiempo, la salubridad de las cosechas, los precios inciertos", siguió diciendo Bush, como si las incertidumbres no fueran una característica de todos los negocios.

La nueva ley —según decía Bush— proporciona una red de seguridad para los agricultores, "sin promover el exceso de producción y sin deprimir los precios, y haría posible que agricultores y ganaderos programaran y operaran con base a las realidades del mercado, no de los dictados del Estado".

¿Cómo pudo Bush decir esto? La esencia de la ley agraria es que dicta los precios que los agricultores recibirán por las cosechas, sin tener en cuenta las "realidades del mercado" que Bush invoca. Esos precios se basan en maquinaciones entre miembros del Congreso. Son la pura esencia de las actuaciones anti-mer-

cado. Dado que los precios decididos por el Congreso se hallan por encima de los que el mercado establecería, estimularán sin duda una mayor producción, diga lo que diga Bush.

También dijo el presidente que, comparada con anteriores políticas agrarias, "la nueva ley reducirá la interferencia gubernamental en el mercado". Es verdad que el precio fijado para las semillas de soja será ahora más bajo de lo que solía ser, pero los precios establecidos para el maíz, la cebada, la avena, el sorgo y el trigo subirán.

El presidente dijo que la nueva ley "defiende nuestros compromisos con la libertad de comercio". En realidad, sin embargo, debilita los compromisos de los intereses agrícolas respecto a la liberalización comercial, toda vez que unas negociaciones comerciales positivas exigirían la eliminación de las grandes subvenciones que la ley acaba de plasmar.

Bush no ha inventado la horrible ley agrícola. Pero sí dejó que continuara la extravagancia congresista; y, al firmarla, valoró los votos de los Estados agrarios que podrían desequilibrar la balanza con ocasión de las próximas elecciones legislativas.

En los próximos meses, cuando la Administración diga que no hay dinero nuevo para socorrer a las madres insertas en programas de ayuda social, o del seguro de enfermedad, o de viviendas protegidas, recuerden la ley agraria del presidente Bush.

## ¿Se pierde fe en el dólar?

(Michael R. Sesit, en *The Wall Street Journal Europe* de 14 de Mayo)

La moneda norteamericana ha bajado persistentemente a medida que los precios de las acciones han caído y que los inversores extranjeros se han retraído en su confianza en el mercado de bonos de empresas. Agentes e inversores están preocupados por lo que se refiere a la solidez de la recuperación de la economía norteamericana, y particularmente los extranjeros sienten temores ante las normas contables de Estados Unidos, después de los escándolos que han tenido lugar en este campo.

Detrás de la baja del dólar, en efecto, adquieren relevancia las aprensiones sobre la recuperación de la economía USA, sobre la calidad de los beneficios empresariales de Estados Unidos después de los escándolos contables de Enron corp. y otras firmas, y sobre la predisposición de los inversores extranjeros por seguir financiando los más de 400 m.m. de dólares del déficit corriente.

La semana pasada, tres grandes bancos internacionales —BNP Paribas, UBS Warburg y ABN Amro— redujeron sus estimaciones sobre el dólar. Por ejemplo, estrategias del BNP Paribas creen ahora que el euro puede cotizarse a 98 centavos a últimos de año, frente a su pronóstico precedente de 86 centavos. El

mismo banco alude a "un gran sentimiento de cambio frente al dólar".

"La era del dólar fuerte ha terminado". El dólar ha entrado en lo que será un prolongado descenso, que las autoridades no combatirán, ha dicho el presidente de Independent Strategy, una firma consultora de Londres. "Los activos de Estados Unidos no son tan atractivos como los de Europa o Japón, y lo serán todavía menos si Estados Unidos sigue pensando en una acción en solitario contra Irak".

Sea como fuere, pocos son los analistas que prevean una caída libre del dólar. Así, por ejemplo, apenas nadie piensa que la paridad del euro con el dólar se produzca antes de últimos de 2003; y esto todavía supondría que la divisa única europea se situaba un 15 por 100 por debajo de donde estaba cuando se puso en marcha el 1 de enero de 1999.

Pero las pruebas son cada día más claras de que el apetito extranjero por los activos financieros norteamericanos disminuye.

En cualquier caso, debe subrayarse también, como lo hacen estrategias de J. P. Morgan Chase, que el dólar ha bajado en similares proporciones a las presentes cuatro veces en los últimos tres años, para recuperarse al poco tiempo. "El flujo de fondos hacia Estados Unidos puede no ser el mismo que en los pasados años", añaden otros analistas, "pero tardará mucho antes de que Alemania y la zona euro se conviertan en las plazas preferidas para aparcar —y no digamos invertir— dinero".

## Iniquidad fiscal

(*Le Monde* de 12-13 de Mayo. Editorial)

Por lo menos esta vez, no se podría reprochar a Jacques Chirac de no hacer lo que había anunciado. Durante la campaña presidencial, Chirac había dicho con claridad que la rebaja del impuesto sobre la renta sería, si él resultaba elegido, una de sus prioridades, y que una reducción del 5 por 100 entraría en vigor a partir de finales del próximo verano. Así, el gobierno de Jean-Pierre Raffarin, lógicamente, ha recibido la consigna de poner en marcha dicha promesa.

En un pasado todavía reciente, las reducciones del impuesto sobre la renta llevadas a cabo —en 1994 por el gobierno de Edouard Balladur, y más tarde, en 1996, por el de Alain Juppé— habían sido vivamente criticadas por la izquierda. Ésta había hecho observar que el impuesto sobre la renta era el impuesto ciudadano por excelencia. Y que más que disminuir ese gravamen progresivo —uno de los pocos de esta naturaleza, junto con el impuesto solidario sobre la fortuna, en el panorama fiscal francés— la izquierda había creído desde hacía tiempo, que era preferible dar prioridad a las reducciones de la fiscalidad indirecta, en especial el IVA, un gravamen proporcional juzgado socialmente más injusto. Pero el gobierno Jospin cambió de doctrina y estableció, también él, reducciones del im-



puesto sobre la renta, incluso para el tipo marginal más elevado, es decir, para las rentas más altas.

El consenso, sin embargo, sólo es aparente. En primer lugar, porque el gobierno de Lionel Jospin debió violentar a una parte de su mayoría, y sin duda también a una parte de su electorado. Acto seguido, porque Jospin había tenido en cuenta, pese a todo, una preocupación equilibradora: por deseos de equidad fiscal. Jospin se las había arreglado para que los tipos más bajos del impuesto se beneficiaran de reducciones proporcionalmente más importantes que los tipos más elevados. Por otra parte, Jospin se había preocupado por completar su política de aligeramiento del impuesto sobre la renta con medidas a favor de las familias no sometidas a este gravamen, por definición las más modestas.

Por el momento, el proyecto de Chirac no muestra la misma preocupación equilibradora, lo cual es un error, pues en uno de los extremos de la escala de las rentas, unos pocos contribuyentes muy ricos pasan, de forma totalmente legal, entre las redes de un impuesto plagado de exenciones y de minoraciones múltiples; mientras que en el otro extremo, una familia de cada dos —los menos dotados— no pagan el impuesto sobre la renta.

Al querer anunciar rápidamente su plan fiscal, antes de las elecciones legislativas, el gobierno se expone, pues, a dos riesgos. El de no poner remedio a defectos, bien conocidos, del impuesto sobre la renta; y el de excluir de su política de rebajas fiscales al 50 por 100 de los franceses, los más modestos. Dos riesgos que, de hecho, se resumen en otro: el riesgo de iniquidad fiscal.

### Las reglas contables, aquí y allá

(Paul Blustein in *The Washington Post - Herald Tribune* de 11-12 de Mayo)

Antes de que el nombre de Enron se popularizara en todas partes, los norteamericanos inclinados a presumir de su sistema económico solían llamar la atención sobre la solidez y méritos de sus normas contabilidad.

Una y otra vez, los representantes de Estados Unidos cantaban la superioridad de sus principios contables (*generally accepted accounting principles*, o GAAP), presentándolos como el pilar básico del capitalismo de estilo norteamericano, que otros países, decían, harían bien en adoptar.

Contemplando la historia del mercado de capitales de Estados Unidos, Lawrence Summers decía frecuentemente en sus discursos, cuando era Secretario del Tesoro: "Me atrevería a decirles que la innovación más importante fue la aceptación generalizada de principios contables".

Pero ahora, los campeones del GAAP están a la defensiva, debido al colapso de Enron Corp. y a la preocupación de que lo que ha ocurrido en Enron pueda re-

petirse en otras empresas norteamericanas, Y los críticos de GAAP, principalmente europeos, pregonan las virtudes de un conjunto rival de principios llamado *International Accounting Standards*.

Si bien los escándalos contables de Estados Unidos han concentrado sobre todo su atención en la laxitud de los auditores y en los conflictos de intereses de éstos, algunos expertos señalan que el problema es más profundo, y que alcanza a la naturaleza de las reglas que presiden la manera cómo las firmas norteamericanas registran sus ventas, sus beneficios, los activos y las deudas. El GAAP, según ellos, está demasiado repleto de largas y minuciosas prescripciones que acaban de hacer posible que unas firmas hábiles —como Enron— dispongan de la oportunidad de burlarlas.

Por el contrario, *International Standards* se basa sin duda sobre todo en "principios", dependiendo más de normas generales que de normas precisas sobre cómo las empresas deben dar cuenta de las transacciones. La idea es que los contables deben usar lo mejor de sus capacidades para determinar cómo aplicar las normas directrices que han de permitir presentar de la mejor y más directa forma la imagen financiera de la empresa.

"He oído durante muchos años que disponemos del mejor sistema, pero nunca lo creí", ha dicho Baruch Lev, un profesor de contabilidad de la Universidad de Nueva York. "Lo que tenemos es el más absurdo y detallado sistema del mundo".

El desastre de Enron ha incrementado las críticas al GAAP, y ha prestigiado el *International Accounting Standards Board*, con sede en Londres.

[...]

### ¿Stagflation a la vista?

(*Financial Times* de 16 de Mayo. Editorial)

Europa parece dirigirse hacia una situación caracterizada por un débil crecimiento y una pronunciada inflación. No se trataría de aquella *stagflation* desastrosa de la década de los años 1970. Pero la realidad no miente. Las grandes economías de la zona euro apenas crecen. La estimación inicial para Italia es de un descorazonador 0,2 por 100. Un resultado similar puede esperarse para Francia, y la economía alemana podría incluso alcanzar unas cifras inferiores. En cambio, los datos sobre la inflación para abril mostraron que los precios siguen subiendo a una tasa anual bien por encima de la que se ha impuesto el Banco Central Europeo (2 por 100).

El BCE ha dejado claro que subirá los tipos de interés del actual 3,25 por 100 si las presiones inflacionistas persisten. El banco cree sinceramente que no tendrá que actuar en tal sentido, pero hay pocas señales de que la inflación vaya a retroceder por debajo del tope establecido. Más pronto o más tarde, el BCE, imbuído en las tradiciones del Bundesbank, llegará a la

conclusión de que la respuesta a la *stagflation* es una política monetaria más contractiva. Esto funcionó bien en Alemania en los años 70 —razonará el BCE— y puede funcionar adecuadamente ahora para Europa.

El impacto directo de una pequeña subida de los tipos sería poco importante, pero la señal transmitida a los gobiernos nacionales sería poderosa, particularmente en Alemania. El mensaje del BCE sería una pesadilla para los políticos deseosos de votos.

Desgraciadamente, la triste realidad es que el BCE obra correctamente actuando como lo está haciendo. Responde a la crisis global con una apropiada política monetaria distendida. Pero ese dinero barato amenaza ahora su razón de ser: la estabilidad de los precios.

El problema real es que incluso con unos tipos de interés bajos y sin los desequilibrios que amenazan entorpecer las economías de Estados Unidos y de Gran Bretaña, la zona euro encuentra difícil generar una demanda interna. La inversión muestra pocas señales de recuperación, lo que indica que las empresas privadas todavía prefieren ir a otras partes. Y el crecimiento del consumo ha crecido más lentamente que en Estados Unidos durante años, lo que sugiere que los consumidores no comparten la confianza de algunos políticos europeos por lo que se refiere a las perspectivas económicas. Nada de esto es culpa del BCE.

La alternativa a unos tipos más elevados sería permitir que la inflación subiera y esperar que se produjera crecimiento. Pero esta expansión sería temporal y necesitaría una política monetaria todavía más contractiva más tarde para erradicar la inflación. Lo que se necesita realmente es que los gobiernos nacionales liberalicen sus economías en los mercados laborales y en los de producto.

Nunca es fácil actuar con dureza. Pero esta es la tarea de Wim Duisenberg antes de su retirada como presidente del BCE. El banco no produjo la crisis, y una política monetaria contractiva no sería una barrera a la recuperación.

## Euros y precios

(G. Thomas Sims, en *The Wall Street Journal* de 28 de Mayo)

Casi cinco meses después de que los alemanes, obedientemente, abandonaran sus queridos marcos para adoptar los euros, los ciudadanos del país de mayor población de Europa ven con recelo la nueva moneda.

Motivo: las crecientes pruebas de que las tiendas, los almacenes y los taxis aumentaron los precios cuando empezaron a utilizar la nueva moneda el 1 de enero. Muchos de los profesionales de esos sectores atribuyen las subidas de los precios a otros factores tales como los incrementos de los precios de los alimentos y de la energía. Los consumidores culpan al euro.

Datos publicados hace escasos días permiten que se espere que la inflación seguirá bajando en el futuro. Sin embargo, las protestas han sido tan ruidosas que el gobierno alemán, en medio de una campaña electoral, no puede ignorarlas.

Los alemanes incluso han inventado una palabra para describir el fenómeno: *teuro*. Se trata de un juego de palabras entre *euro* y *teuer*, que en alemán significa "caro". El término se ha hecho tan popular y se ha difundido tanto en los medios de información que Mattias Wermke, principal editor del diccionario Duden, ha dicho que considerará la adición del nuevo vocablo al diccionario en la próxima edición de éste.

Las autoridades dicen que los incrementos de los precios atribuidos al euro han sido los únicos posibles fallos de una operación logística en la que se vieron envueltos 300 millones de personas en 12 países europeos. Los alemanes se quejan más que sus vecinos tal vez a causa del estable marco y de la asociación de éste con el "milagro alemán". Esto para empezar. Los alemanes aceptaron el euro con sorprendente escasa resistencia a principios de año, pero una reciente encuesta llevada a cabo por el respetado Allensbach Institute muestra que el 54 por 100 de ellos preferiría que se restaurara el marco. Los alemanes toleran poco la inflación. Desde luego, menos que otros países de la zona euro.

El debate se produce en un mal momento, cuando los euroescépticos Suecia y el Reino Unido consideran la posibilidad de adoptar el euro. Los políticos y otras autoridades lo están pasando mal tratando de convencer al público de que el euro, el símbolo de la integración europea, no es el culpable del aumento de precios. El economista jefe del BCE, el gestor de la nueva moneda, le dijo a una audiencia de abogados y economistas en Essen la pasada semana que, en general, el euro ha ejercido escasos efectos sobre los precios.

Wim Duisenberg, el presidente del BCE, admitió que ha habido un "problema de percepción", haciendo notar que muchos precios han bajado. Pero también dijo que el "proceso" de utilizar el euro para aumentar precios "puede todavía continuar en algunos sectores". Un importante efecto de los temores de inflación es que predisponen a los alemanes a gastar menos, lo que es una mala noticia para una economía que está saliendo de una recesión, a pesar de que los últimos datos indican que la confianza de las empresas sube de nuevo.

Algunas tiendas han empezado a mostrar otra vez los precios en marcos, para ganarse la confianza de los consumidores, algo que ha dejado perplejos a no pocos. La tendencia, sin embargo, es que los precios se muestren en euros y en marcos.

Es difícil decir exactamente lo que hay detrás de los incrementos de los precios. Las quejas de la población han sido muy numerosas, pero las empresas tienden a negar que el euro sea el responsable de las subidas que se hayan producido.

[...]



## ¿Qué le pasa al dólar?

(Peronet Despeignes y Christopher Swann en *Financial Times* de 31 de Mayo)

Desde que el dólar empezó su ascenso frente a otras monedas, a mediados de los años noventa, los analistas estuvieron prediciendo que bajaría pronto de nuevo. El dólar, sin embargo, siguió subiendo, ignorando el estallido de la burbuja tecnológica, la extraña elección presidencial, los inicios de la recesión y los ataques del 11 de septiembre.

Sin embargo, es ahora, cuando Estados Unidos se está recuperando de una recesión, cuando el dólar parece vulnerable. Días pasados, el billete verde alcanzó un mínimo frente al euro después de muchos meses. "Existe una creciente confianza entre los observadores de que el invencible dólar está llegando a su ocaso", ha dicho un estratega del Deutsche Bank.

La debilidad es debida en parte a dudas sobre la solidez y persistencia de la recuperación tras la recesión del año pasado. La reactivación parece haberse debido más al incremento del gasto público que a una subida de la inversión empresarial.

Pero muchos economistas creen que algo más profundo está ocurriendo: los mercados empiezan a señalar preocupaciones a largo plazo sobre la fuerza comparativa de la economía norteamericana.

El talón de Aquiles del dólar ha sido el enorme déficit corriente, que puede alcanzar 465 m.m. de dólares este año. Esto significa que Estados Unidos necesitará atraer 1,3 m.m. de fondos extranjeros cada día, si se quiere evitar que el dólar caiga. Mientras los inversores extranjeros estén deseosos de comprar acciones, bonos o empresas de Norteamérica, el problema apenas existe. Pero resulta que la situación del dólar como primer destinatario del ahorro mundial está viéndose amenazada.

Los flujos financieros que le permitían al dólar financiar el déficit corriente se están debilitando. El año pasado, la entrada media mensual de recursos en

Estados Unidos fue de 44 m.m. de dólares. En los dos primeros meses de este año fue sólo de 14,6 m.m.

Hay señales de que los gestores de fondos están perdiendo la fe en las compañías norteamericanas. Y es que los inversores abrigan no pocas preocupaciones sobre la economía y sobre las empresas de Estados Unidos. Primero, ahí está el problema de la gestión y de la contabilidad de dichas empresas. Los inversores solían eludir Asia a causa del amiguismo (*crony*) capitalista de la zona. Ahora son muchos los que ven este problema en Norteamérica.

En segundo lugar, los inversores son cada día más conscientes de que las mejoras de la productividad no se traducen en unos mayores beneficios. Son los consumidores y los empleados, más que los inversores, los que más disfrutan de los frutos de la creciente productividad. Por primera vez desde los años 1960, las rentas reales de Estados Unidos han subido para ricos y para pobres.

Tercero, existen temores de que el vigor de la economía norteamericana esté amenazado por las alteraciones de la política gubernamental. La subida del gasto público durante la presidencia de Bush —la mayor desde la época del Vietnam— desvía recursos del sector privado. En su *Informe Económico* anual, la Administración advierte que los esfuerzos antiterroristas, tanto públicos como privados, podrían desviar recursos hacia la producción de seguridad, alejándolos de la producción de otros bienes y servicios. Los inversores, por otra parte, han mostrado también preocupación por medidas tales como la elevación de los aranceles de acero y el aumento de las subvenciones a la agricultura, que pueden traducirse en menores facilidades para la libertad del comercio.

Al tiempo que crece el escepticismo sobre la evolución de la economía norteamericana, algunos inversores de Estados Unidos manifiestan un renovado entusiasmo por otras áreas. Pocos son los que esperan que la zona euro pueda emular el rápido crecimiento de Estados Unidos en los años noventa, pero sí existen esperanzas de que la economía de la citada zona empiece a sentir más pronto o más tarde los efectos benéficos de la implantación de una moneda única.