

**LA INFORMACIÓN ECONÓMICA  
EN LA  
PRENSA INTERNACIONAL**

---

**SUMARIO**

Presiones contra el dólar fuerte .....	145
Sí a los inmigrantes .....	146
La reducción, o el mantenimiento, del tipo de interés en EE.UU. y en Europa .....	147
Las negociaciones comerciales de Doha .....	148
El hombre enfermo de Europa .....	149
Preparados contra la deflación .....	150
Los efectos de la ampliación de la UE en Francia .....	151
La economía global en crisis .....	152
La productividad en EE.UU. y en Europa .....	152
Cómo estalló la burbuja .....	154
EE.UU.: el espectro de la deflación .....	155
Gran Bretaña y el euro .....	155
¿Alemania tras Japón? .....	156
Persisten los temores sobre la economía USA .....	157
Remendando el pacto .....	157
Fase decisiva para la Convención .....	158
Rebelión de los candidatos .....	158
Por fin el BCE ha actuado .....	159

### **Presiones contra el dólar fuerte**

---

(Edmund L. Andrews, en *The New York Times-Herald Tribune* de 21 de octubre)

Si se escucha a muchos industriales norteamericanos, la mayor amenaza competitiva que sienten no es China, ni Corea del Sur ni, desde luego, Europa. Es el aparentemente imbatible dólar USA.

Heridos ya por la crisis económica global y la notable reducción del gasto en nuevos equipamientos y fábricas, los industriales norteamericanos manifiestan que su situación se ha visto empeorada por un dólar cuyo valor todavía se halla —frente a otras divisas importantes— un 20 por 100 por encima de lo que era el caso cinco años atrás.

Recientemente, el gobierno ofreció nueva munición para respaldar el argumento de los industriales: el déficit comercial de Estados Unidos, que ha sido el ma-

yor del mundo durante años, creció todavía más, un 10 por 100, en agosto, hasta alcanzar los 38,5 mm. de dólares. La subida fue mucho mayor de lo que muchos economistas habían esperado, aunque los analistas advirtieron que las razones inmediatas del aumento habían tenido poca relación con el dólar.

En realidad, sin embargo, el alto valor del dólar ha incrementado los precios de las exportaciones norteamericanas y ha reducido los precios de las importaciones procedentes de Europa, de Asia. y de Ibero América. El déficit norteamericano ha crecido no sólo con respecto a China y Corea del Sur sino también en relación a Canadá y, como se ha dicho, a Europa [...].

Los grupos industriales se han quejado durante años del dólar fuerte, pero sus protestas han sido más estridentes últimamente como resultado de la persistente caída de la producción industrial.

La National Association of Manufacturers ha presio-

nado al Tesoro para que abandonara la política del dólar fuerte, argumentado que ésta supone una penalización para los productos fabricados en Estados Unidos.

"No cabe duda que la fortaleza del dólar ha hecho la vida difícil a los exportadores", ha dicho el primer economista de High Frequency Economics. Por otra parte, añadió, el dólar fuerte ha reducido los márgenes de beneficio de las empresas norteamericanas, al haberse tenido que acomodar a los menores costes de las importaciones.

El desacuerdo se produce cuando se trata de precisar qué es lo que debe hacerse. El bajo precio de las importaciones ha resultado muy útil en la lucha contra la inflación en Estados Unidos, así como para asegurar el gasto de los consumidores.

La globalización, por su parte, ha dificultado los cálculos del coste-beneficio, toda vez que muchos industriales norteamericanos importan un elevado porcentaje de sus componentes.

Esta circunstancia ha hecho decir a un portavoz de Deere, el fabricante de maquinaria agrícola, que "nosotros somos neutrales en materia cambiaria". Aunque con base en Illinois, Deere ha doblado el número de sus operarios en el extranjero, que en cinco años ha alcanzado la cifra de 16.000.

Según Robert Lawrence, profesor de comercio exterior en la Harvard University's John F. Kennedy School of Government, alrededor del 40 por 100 de los productos importados en Estados Unidos proceden de filiales de compañías norteamericanas.

Complejidades de esa naturaleza explican que el secretario del Tesoro, Paul O'Neill, haya desechado repetidas peticiones de la industria de debilitar algo el dólar.

O'Neill ha expresado diferentes puntos de vista a este respecto. En general, sin embargo, ha defendido la tesis según la cual el valor de la divisa debe ser determinado por el mercado. Pero también ha añadido que un dólar fuerte refleja, simplemente, la solidez de la economía norteamericana y la avidez de los extranjeros por invertir en Estados Unidos.

La posición de O'Neill, por lo demás, no difiere mucho de la que mantenía Robert Rubin, secretario del Tesoro con el presidente Clinton.

La gran subida del dólar a finales de la década de los noventa fue consecuencia, en gran parte, de la importante entrada en Norteamérica de inversiones extranjeras, dirigidas a la compra de acciones y bonos, por una parte, y a inversiones a largo plazo en fábricas y equipo, por otra.

La inversión directa extranjera se redujo notablemente el año pasado, pero el dólar se mantuvo relativamente fuerte porque el crecimiento económico en Europa y Japón fue, y sigue siendo, menor que el de Estados Unidos.

Sea como fuere, no son pocos los que creen que la

Administración Bush debería dejar de sostener al dólar con una retórica a veces excesiva. "Nos contentaríamos con que el Departamento del Tesoro dejara de hablar de tipos de cambio", ha dicho el presidente de la National Association of Manufacturers, "y que dejara realmente que fueran sólo las fuerzas del mercado las que decidieran el valor del dólar".

En principio, ese es también el punto de Departamento del Tesoro, según se dijo. Pero no parece que esa sea la opinión de algunos grupos de industriales.

## Sí a los inmigrantes

(*The Economist* de 2 de noviembre. Editorial.)

A la vista de cómo están las cosas en el mundo, nadie puede sorprenderse que sean muchos, muchísimos, los que, residentes en países inestables y pobres, desean poder vivir en otros lugares con economías florecientes. Pero es que, como muestra el análisis llevado a cabo por *The Economist*, los beneficios económicos potenciales de una liberalización de la inmigración son mucho mayores que los que resultarían de la supresión de las barreras comerciales. Y los beneficios son especialmente positivos en aquellas zonas de economía estancada y de población en curso de rápido envejecimiento. Los inmigrantes, contrariamente a lo que ocurre con los nacionales, se trasladan con rapidez a las áreas en las que la mano de obra escasea, resolviendo así problemas que de otra forma difícilmente encontrarían solución.

Pero los electores de los países ricos no suelen ver las cosas de esta manera, razón por la cual la inmigración encuentra con frecuencia apasionada resistencia. Incluso en países formados con base en la inmigración, como Estados Unidos, los políticos dudan a la hora de facilitar la entrada a los que pretenden acceder y establecerse en aquellos. Norteamérica se ha negado a firmar un acuerdo con Méjico por el que aumentaría la entrada de inmigrantes legales. En Europa, la hostilidad es todavía mayor y puede ser más peligrosa. El año pasado, los partidos de extrema derecha triunfaron en elecciones celebradas en Francia, Dinamarca, Austria y Holanda.

Por otra parte, la hostilidad puede aumentar. Si la crisis económica persiste, el desempleo se traducirá en un mayor resentimiento. Otros ataques terroristas como el del 11 de septiembre de 2001 incrementarían —con razón o sin ella— el temor de que los inmigrantes amenazan la seguridad.

¿Cómo eliminar, pues, las diferencias que, por esos motivos, se plantean entre la política y la economía? Lo más esencial es la aceptación de que el derecho de los electores a expresar su opinión sobre cuántos y quienes pueden entrar debe preceder a los derechos de aquellos que, desafortunados, nacieron en zonas más pobres del planeta. La misión de los políticos —y de los que contratan mano de obra— es persuadir a los votantes de que la inmigración es, no sólo inevitable, sino positiva para sus intereses a largo plazo.

Esto sólo será posible si la cuestión de la inmigración es tratada con exquisito cuidado. Una política aceptable sería más selectiva, no más restrictiva.

En el caso de inmigrantes procedentes del mundo pobre, los países deberían dar preferencia a aquellos que parecen integrarse con mayor facilidad. Esto significaría favorecer no sólo a los más capacitados (que son los preferidos en todas partes) sino a los de culturas afines. Raza y religión deben formar parte del debate público sobre inmigración.

¿Qué hacer con los que carecen de formación? Ningún país los acepta gustosamente. Sin embargo, los países ricos los necesitan, para que se hagan cargo de un sinnúmero de actividades difíciles de cubrir con nacionales.

Una política de inmigración menos restrictiva supone beneficios adicionales. Unos controles fronterizos draconianos desaniman a los inmigrantes que desean regresar a sus lugares de origen pero que más tarde querían volver a los países de acogida.

Si los electores, en fin, ven que la política de inmigración está concebida en su propio beneficio, y no en el de los extranjeros, pueden incluso disfrutar con algunos de los cambios que produce. Es la mezcla de colores y de culturas lo que proporciona una especial exuberancia a Nueva York y a Londres. Ábranse las puertas y déjese que penetren nuevas ideas, nuevos alimentos, nuevos negocios y nuevos aires junto con esas ávidas caras nuevas.

### La reducción, o el mantenimiento, del tipo de interés en EE.UU. y en Europa

(Greg Ip y G. Thomas Sims, en *The Wall Street Journal Europe* de 7 de noviembre)

En un esfuerzo por alejar el pesimismo que amenaza con estrangular la recuperación económica, la Reserva Federal redujo los tipos de interés por primera vez en 11 meses, dejándolos en el menor nivel de los últimos 41 años (1,25 por 100), pero insinuó que puede que no haya más recortes por un tiempo indefinido. La reducción de medio punto es el doble de lo que los inversores habían esperado. Pero, sorprendiendo a todo el mundo, el banco también dijo que, en cuanto a los riesgos para la economía, evaluaba de la misma manera el débil crecimiento y la inflación, sin inclinarse, pues, por la debilidad de la expansión, como el banco central había dicho después de sus anteriores reuniones.

"Los datos que van llegando han tendido a confirmar que una mayor incertidumbre —en parte atribuible a unos mayores riesgos geopolíticos— frena en el momento actual el gasto, la producción y el empleo", dijo la Reserva Federal en un comunicado en el que anunció la modificación de los tipos.

Todo parece indicar, pues, que los directivos del banco están realmente preocupados por la endeble situación actual de la economía, y también lo están por el

hecho de que se acaban las municiones, por lo que su deseo es maximizar la efectividad de éstas.

La decisión de reducir los tipos llega cuando se observa que la recuperación de la economía no es la deseada. Ésta creció un 3,1 por 100 anual en el tercer trimestre, pero el cuarto finalizó con una débil nota, y la flojedad persistió en octubre, con unas menores nóminas y una disminución de las ventas de automóviles. Muchos son los economistas que piensan que la economía crecerá sólo un 1 por 100 en el trimestre en curso.

Pero el caso es que el comunicado del banco incorporaba también una nota de optimismo que recogía la opinión del presidente Alan Greenspan y de sus colegas en el sentido de que no temían un retorno a la recesión. Como decía el comunicado, los bajos tipos, unidos al todavía robusto crecimiento subyacente de la productividad, proporcionan una base sólida para que la expansión prosiga.

Mientras tanto, ¿qué pasa en Europa? La reducción de los tipos en Norteamérica añade fuerza a la presión que se ha venido ejerciendo sobre el Banco Central Europeo para que haga algo similar, pensando en la recuperación de una economía europea sumamente debilitada. Sin embargo, la persistencia de una elevada inflación y los problemas que limitan la libertad de actuación de algunos de los países de la zona ponen al segundo banco central mundial ante un difícil dilema.

La inflación no se reduce significativamente a pesar de la crisis de la economía, y permanece por encima del objetivo del 2 por 100 del BCE. Y lo que es tanto o más importante, las tasas de inflación son substancialmente distintas entre los 12 países de la Unión Monetaria. Esto hace que la política común sea difícil de determinar, enfrentado los intereses de los países pequeños (con mayores tasas de inflación) con los de los grandes, que desearían unos tipos de interés menores. ¿Debe vigilarse por encima de todo la inflación? ¿Conviene dar prioridad al crecimiento?

Algunos economistas creen que si el BCE deja inalterados los tipos en la reunión de hoy de su junta de gobierno no hará más que aplazar lo inevitable, con lo que defraudará a los políticos y a los medios. "¿Qué ganará con aplazar la decisión tres o cuatro semanas?", preguntaba un economista alemán.

Por otra parte, personas afines al BCE han manifestado recientemente que se sienten incómodos con la inflación, la cual, en octubre, era del 2,2 por 100, habiendo permanecido por encima del 2 por 100 durante una gran parte de los últimos tres años. (El BCE está legalmente obligado a mantener baja la inflación. La promoción del crecimiento es sólo un segundo mandato). Según la opinión común, cuando la economía se debilita también se reduce la inflación. Pero no es esto lo que está ocurriendo en Europa, sin que el BCE sepa exactamente por qué la inflación es tan persistente. Algunas opiniones tratan de explicarlo.

Uno de los principales culpables, se dice, pueden ser los precios de los servicios, que suben o han subido porque muchos comerciantes redondearon los

precios cuando los euros sustituyeron a las monedas nacionales. También los incrementos de salarios pueden haber influido en la inflación.

Sea como fuere, si el problema de la inflación persiste, a Europa, en general, puede resultarle difícil superar las fases de estancamiento económico, en la medida en que el BCE mantenga los tipos de interés más elevados de lo que, en otro caso, desearía.

## Las negociaciones comerciales de Doha

(Martín Wolf, en *Financial Times* de 6 de noviembre)

"En las negociaciones comerciales de Doha tienen los gobiernos la primera oportunidad real desde la entrada en vigor del GATT para intentar conseguir la liberalización del comercio agrícola". Estas palabras de Clayton Yeutter, un exsecretario de Agricultura de Estados Unidos, definen el mayor reto y la más grande oportunidad que se le presenta a la OIT en la próxima ronda de negociaciones comerciales(1).

Es el mayor reto porque la ronda Doha de negociaciones comerciales multilaterales necesita un acuerdo sobre agricultura. Es la mayor oportunidad porque este es el sector en el que ha habido menos liberalización. Entre los países miembros de la OCDE, la ayuda total a la agricultura alcanzó 311 mm. de dólares en 2001, equivalentes al 1,3 por 100 del PIB. Los aranceles medios para los productos agrícolas se elevan al 60 por 100(2).

Los beneficios económicos de la liberalización son, por consiguiente, grandes. En su último *World Economic Outlook*, el Fondo Monetario Internacional daba cuenta de los escasos beneficios sociales de la liberalización global del comercio de productos agrícolas (valorados en 128 mm. de dólares anuales, de los cuales los países en vías de desarrollo obtuvieron 24 mm). Pero sólo un poco más (una cuarta parte) de las ganancias de los países subdesarrollados procedió de la liberalización llevada a cabo por los países ricos. El resto procedió de la propia liberalización de aquellos.

La cuestión consiste en saber si los grandes países tomarán la iniciativa para una decisiva liberalización del comercio agrario. La Ronda Uruguay consiguió al menos crear un marco para la organización de la liberalización. Además, si bien la ayuda a los productores representó el 31 por 100 de la renta agraria de los países de la OCDE en 2001, esto supuso una disminución del 38 por 100 respecto a 1986-1988. De dicho total, la parte de ayuda a los precios de mercado y las subvenciones directas a la producción —que es particularmente distorsionante— también ha bajado: del 82 por 100 en 1986-1988 al 69 por 100.

Sin embargo, hay todavía mucho que hacer al respecto. En la Unión Europea, el 35 por 100 del total de la renta agraria todavía procedió de la ayuda oficial en 2001. En Estados Unidos, la proporción fue del 21 por 100. Dicho ayuda ascendió a 106 mm. de dólares en la Unión Europea y a 95 mm. en Estados Unidos. La gran diferencia entre la UE y EE.UU. reside en quien paga. El

49 por 100 de la ayuda recibida por los agricultores europeos procedió de los elevados precios del consumo. En Estados Unidos, los mayores precios supusieron sólo el 23 por 100. Pero cuidado, el volumen de la ayuda no es la única similitud entre los dos gigantes. Los dos se caracterizan también por el paulatino incremento de la ayuda. La Farm Security and Rural Investment Act de Estados Unidos de 2002 se compromete a destinar hasta 19 mm. de dólares anuales a programas de ayuda a lo largo de los 10 próximos años. Por otra parte, en la cumbre de Bruselas de la Unión Europea del mes pasado, Jacques Chirac obtuvo el compromiso de aumentar la ayuda agrícola un 1 por 100 anual hasta 2013, partiendo de la base de 2006, la cual ya es mayor que el gasto real estimado para tal año.

Ambas decisiones son decepcionantes. Sin embargo, ni la una ni la otra resistirán las normas de la Organización Mundial del Comercio si se decidiera la aplicación de éstas. Las dos podrían ser eliminadas, en efecto, en el marco de la Ronda Doha. Tales decisiones subrayan la importancia que reviste la liberalización de los productos agrarios.

Estados Unidos ha presentado una propuesta de liberalización que propugna la apertura del mercado, la reducción de las disparidades aduaneras, la eliminación de las subvenciones a la exportación y la reducción de la ayuda interior. Esto pone en un brete a la Unión Europea, y no porque ésta sea la más proteccionista: Japón dispone de una protección mayor a los agricultores. Pero la UE es un protagonista mayor. Además, la Unión Europea es un exportador importante de productos subvencionados. Frente a otros exportadores, añade el insulto del *dumping* a la injuria de los mercados perdidos.

¿Existe alguna posibilidad de una liberalización substancial por parte de la UE? No muchas, desgraciadamente. Esto es así, en parte, porque la Unión Europea ha creado un cartel de ministros de Agricultura que no responde ni ante el público en general, ni siquiera ante sus colegas, aunque sí ante poderosos *lobbies* agrícolas. Así es, en parte, porque Francia lucha con fiereza por la ayuda que reciben sus agricultores. También es así por la habilidad de la Unión Europea para inventar nuevas formas de racionalizar unas malas políticas. Los argumentos a favor de la política agraria común han variado desde la autosuficiencia hasta las ayudas a las rentas y, ahora, la "multifuncionalidad".

Para sus proponentes, "multifuncionalidad" significa la defensa del medio ambiente, la seguridad alimentaria, el desarrollo rural y la sanidad alimentaria. Esto es absurdo. La política agraria común es, desde luego, multifuncional. Pero esas no son sus verdaderas funciones.

¿Cuáles son, pues, las verdaderas funciones de la PAC en la práctica? Asegurar que sólo algo menos de la mitad del presupuesto de la Unión Europea estará destinado a la agricultura, y que el 25 por 100 de las exportaciones (las mayores) absorberá el 70 por 100 del gasto. La PAC también impone la mayor carga a los consumidores pobres. Lejos de incrementar las rentas agrícolas, la PAC incrementa el precio de las tierras y, por consiguiente, la intensidad con que éstas se utili-

zan. Esto promueve unos *inputs* superiores y el deterioro del medio ambiente.

La PAC proporciona los principales incentivos para la producción intensiva de grandes cantidades, empeorando de este modo la calidad de los alimentos. Además, lastima la volatilidad de los precios, los cuales se ven reducidos en los mercados mundiales a expensas de los productos de otras áreas, incluidos los de las zonas más pobres, así como los de países con fuertes ventajas corporativas en la exportación de alimentos como Argentina y Brasil. En fin, la PAC impide los esfuerzos de la liberalización en todas partes, particularmente en los países en vías de desarrollo. Es concebible que el fracaso en la liberalización agrícola debido a la PAC pueda acabar con la Ronda Doha e incluso con la Organización Mundial del Comercio.

Esa es de verdad una política multifuncional: regresiva, dilapidadora, perjudicial para la calidad alimentaria y para la ecología, que constituye un obstáculo para la liberalización del comercio en todas partes. Franz Fischler, el comisario de Agricultura, hace lo mejor que puede. Pero la UE, en general, parece no tener en cuenta ni la vergüenza ni la razón. Los cambios sólo pueden llegar si alguien se enfrenta a sus *lobbies* y si las instituciones son reformadas. Una crisis de la Ronda Doha podría ser un comienzo. Un fuerte enfrentamiento entre los nuevos miembros de la UE y los actuales sobre la desigual distribución de las subvenciones también podría resultar útil. Pero lo mejor sería la abolición del consejo de ministros de Agricultura y su sustitución por los ministros de Hacienda.

Las perspectivas son, por consiguiente, sombrías. Estados Unidos es sólo un defensor a medias de la liberalización agrícola. La Unión Europea (y Japón) resistirán hasta el fin. Los realmente interesados en la libertad de comercio para la agricultura deberán mantenerse firmes en sus razones. "Las negociaciones sólo pueden acabar con la liberalización agraria". Esta debe ser su consigna.

## NOTAS

(1) *Chairman's statement, Opportunity of a century to liberalise Farm Trade*. Publicación del RIRDC nº 02/126 (Canberra, Rural Industries Research and Development Corporation, 2002).

(2) *Agricultural Policies in OCDE Countries: Monitoring and Evaluation* (París, OCDE, 2002).

## El hombre enfermo de Europa

(Brian Groom, en *Financial Times* de 16-17 de noviembre)

Ésta debería ser la hora de Alemania. Doce años después de la caída del Muro de Berlín, el país que ha sido el principal proponente y primer beneficiario potencial de la ampliación se encontrará a no tardar en el centro de una Unión Europea de 25 miembros y como el mayor país de ésta, con 82 millones de habitantes,

que generará una quinta parte del producto interior bruto de la Unión. Podría ser un país inmensamente poderoso.

Basta ya, podría haberse pensado, de alimentar temores latentes de una superpotencia susceptible de imponer sus propias prioridades a sus consocios comunitarios. Pero las cosas no han ido por ahí., y Alemania se encuentra en una situación en que más bien inspira lástima. Nadie le teme.

Alemania, en efecto, es más bien contemplada como un gigante caído, como el hombre enfermo de Europa que ha perdido su norte y que parece ignorar cómo articular su papel en la escena internacional. El "problema alemán", tan presente en una gran parte de los dos últimos siglos, está de nuevo aquí. Pero, esta vez, cosa nueva, el problema tiene sus raíces en la debilidad económica.

Cada día ofrece horribles titulares para el canciller Gerhard Schroeder. Menos de dos meses después de que su coalición rojiverde fuera reelegida con la promesa de que no se crearían nuevos impuestos, Schroeder está siendo criticado por elevar no sólo los impuestos, sino también las contribuciones de la Seguridad Social, todo ello en un intento de mejorar la situación presupuestaria.

El desempleo, corregido estacionalmente, se sitúa en los 4,12 millones de parados —equivalentes al 9,9 por 100 de la población activa— y sigue creciendo. Se espera que los ingresos fiscales, este año, se sitúen 15,4 mm. de euros por debajo de lo estimado sólo seis meses atrás. La economía se mueve alrededor de una segunda recesión en menos de 12 meses. El equipo independiente de asesores económicos del gobierno opina que el crecimiento, este año, será del 0,2 por 100, y del 1 por 100 en 2003.

Los asesores han advertido ya que las propuestas de la Comisión Hartz para la reforma del mercado de trabajo no son las adecuadas, y los líderes empresariales manifiestan que las concesiones hechas a los sindicatos las han neutralizado.

Los bancos se tambalean y las suspensiones de pagos en la industria se multiplican. Existe el temor de que Alemania siga el camino de Japón, país que ha sufrido diez años de estancamiento económico. Y para culminar dicha situación, Alemania ha sufrido, esta semana, la humillación de recibir una amonestación formal de la Comisión Europea por haber registrado un déficit fiscal del 3,8 por 100 del PIB, con lo que ha excedido el límite del 3 por 100 tolerado por la Unión Europea según las normas establecidas a propuesta de la propia Alemania para garantizar la solidez del euro.

En esas circunstancias, puede esperarse que la tranquilidad reine en otras capitales. Durante años, éstas han tenido que aceptar el ejemplo de virtudes que era el modelo alemán. La firmeza del *deutschmark* era indiscutible y el Bundesbank podía permitirse aleccionar a los bancos centrales de los demás países por lo que se refiere a probidad fiscal y monetaria.

La situación, sin embargo, es demasiado seria para que alguien se atreva a celebrar el cambio de circunstancias. Con un Japón incapaz de reaccionar y con una Alemania frenando la recuperación europea, Estados Unidos parece ser el único país con alguna posibilidad de generar crecimiento, sin que esto pueda garantizarse.

La mayoría de los países de la UE tienen importantes relaciones comerciales con Alemania, y sufren cuando las cosas en este país no andan bien. En esas circunstancias, no puede sorprender que las previsiones de crecimiento para la zona euro hayan quedado reducidas al 0,8 por 100 para este año, y al 1,8 por 100 para 2003, bastante por debajo, pues, del 2,9 por 100 que se había pronosticado la pasada primavera.

A pesar de sus dificultades, sin embargo, Alemania sigue siendo un gran país, que puede mejorar su situación si consigue alterar de veras el rumbo adoptado en algunos aspectos de sus políticas internacional y europea. Así, por ejemplo, Alemania ha renunciado ya a sus exigencias sobre reformas inmediatas de la política agraria común, con lo que se ha asegurado la permanencia de la PAC hasta 2013. Ahora, Francia y Alemania intentan ponerse de acuerdo sobre el futuro constitucional de Europa.

El gobierno alemán asegura que su mayor prioridad es la reforma del mercado laboral. Ésta y otras iniciativas podrían suponer notables cambios de la situación presente. La pregunta que muchos se hacen es hasta qué punto el canciller podrá persistir en sus buenos propósitos. Los economistas han advertido desde hace tiempo que Alemania debe poner fin a la falta de flexibilidad del muy regulado mercado de trabajo, facilitando el despido de trabajadores, limitando los generosos subsidios de paro, descentralizando las rígidas negociaciones salariales a nivel nacional y reduciendo los impuestos sobre las nóminas. ¿Qué se puede esperar en este terreno? Según el "superministro" Clement, las profundas reformas exigidas no pueden llevarse a cabo con la oposición de importantes sectores de la sociedad.

Alemania se encuentra en una situación difícil. No puede acudir a una devaluación de su moneda. No puede modificar los tipos de interés, en la actualidad demasiado elevados para ella. El pacto para la estabilidad limita apreciablemente su libertad de movimientos en lo fiscal. De hecho, el país se encuentra en un círculo vicioso, en el que el bajo empleo conduce a unas mayores exigencias de ayudas sociales, lo que crea un desempleo todavía mayor.

La reforma estructural es la única respuesta a largo plazo, pero, a corto plazo, crearía sufrimientos que ni el gobierno ni la población parecen deseosos de contemplar. Alemania sigue constituyendo una sociedad rica que vive confortablemente. El peligro, en estas circunstancias, es que, como Japón, prefiera seguir como hasta ahora antes de adoptar decisiones duras y difíciles.

El precio será pagado por toda Europa. La Unión Europea tiene pocas probabilidades de ser la economía más dinámica del mundo en 2010 si su mayor

miembro no consigue llevar a cabo las reformas que la situación exige. Una Alemania fuerte podría ser contemplada como fuente de posibles problemas. Los problemas serán inevitables con una Alemania débil.

### Preparados contra la deflación

(Edmund L. Andrews, en *The New York Times-Herald Tribune* de 23-24 de noviembre)

Incluso después de que la Reserva Federal haya reducido el tipo de interés al nivel, en otro tiempo inimaginable, del 1,25 por 100, los altos cargos del banco central de Estados Unidos insisten en que, en caso necesario, podrían inundar el país de dinero.

"El gobierno norteamericano", afirman, "dispone de una tecnología, llamada máquina de imprimir —o, en el presente, su equivalente electrónico— que le permite producir cuantos dólares desee a un coste insignificante". Esto es lo que ha dicho Ben Bernanke, uno de los siete gobernadores de la Reserva Federal, en una conferencia ante economistas pronunciada días pasados.

En un detallado análisis que desarrollaba ideas contenidas en los comentarios más generales hechos por Alan Greenspan hace poco, Bernanke enumeró una letanía de maneras cómo el banco central podría inyectar vastas sumas de dinero en la economía para combatir una deflación, incluso en el caso de que el tipo de interés hubiera descendido a cero.

Bernanke y Greenspan pretendían alejar los temores de algo que todavía contemplan como una remota posibilidad: que Estados Unidos pudiera entrar en una etapa de deflación, o de caída de precios, en todos los sectores de la economía.

El problema no es sólo académico. Los directivos de la Reserva Federal son muy conscientes de que Japón está paralizado por una deflación, aunque los tipos hayan permanecido alrededor de cero desde 1995.

Aún con unos tipos de interés muy bajos desde hace ya algún tiempo, el gasto y la inversión de las empresas han estado estancados, y los precios de los productos industriales han descendido realmente.

Grupos empresariales piden insistentemente nuevas e importantes medidas destinadas a estimular la economía. La Business Roundtable, una organización de ejecutivos de grandes empresas, acaba de pedir recortes de impuestos por un importe de 300 mm. de dólares.

En un esfuerzo por estimular la economía, la Reserva Federal recortó los tipos 11 veces en 2001, pero el caso es que muchas partes de la economía permanecen estancadas, lo que ha hecho decir que a la Reserva Federal le queda poco espacio para evitar una deflación.

En su informe ante el Congreso, la semana pasada, Greenspan rechazó tales críticas, diciendo que

"nuestra conclusión es que no nos hallamos próximos a un abismo deflacionario". A lo que añadió que incluso en el caso de que se alcanzara una situación en la que el tipo de interés de los fondos federales fuera cero, el banco central podría aún comprar letras del Tesoro con más pargos vencimientos y bajar los tipos a plazos más largos.

"No existe virtualmente límite a lo que podríamos inyectar en el sistema en caso de necesidad", dijo Greenspan.

Los directivos de la Reserva Federal han estudiado cuidadosamente la situación que se ha creado en Japón, donde el tipo para créditos de 24 horas ha estado reducido a casi cero desde 1995 sin que esto haya servido para estimular la demanda o eludir una deflación.

### Los efectos de la ampliación de la UE en Francia

(Nicolas Bourcier en *Le Monde* de 24 de octubre)

Bien está la prevista ampliación de la Unión Europea. Pero, ¿y después? ¿Veremos llegar a Francia nuevas olas de inmigración procedentes de la Europa del Este, aprovechando los males de un mercado de trabajo ya frágil? ¿Irán las empresas francesas a instalar sus factorías en las tierras de este nuevo edén de mano de obra barata? ¿Se verá amenazada nuestra agricultura? He ahí unas preguntas elegidas entre otras muchas posibles y a las cuales los políticos franceses no han respondido hasta ahora más que con el silencio.

Dentro de un poco más de un mes, en Copenhague, los Quince deberían dar su visto bueno a la ampliación. Las reglas del juego no están del todo definidas, pero los expertos empiezan a medir el impacto de la ampliación en Francia. La mayor parte de esos especialistas no cree en una situación catastrófica. Por el contrario, no se producirían cambios substanciales en el mercado de trabajo. Son los nuevos miembros los que acusarán el impacto de la transición y de la competencia.

"El impacto sobre la economía francesa será muy débil, casi despreciable", estima Mohamed Hedi Bchir, autor, con Mathilde Maurel, de un estudio sobre la cuestión publicado en abril de 2002 por el Centro de Estudios Prospectivos y de Informaciones Internacionales (CEPII). "El centro económico de Europa se halla en el Oeste, y el muy débil peso (en términos de PIB) de los países de Europa central y oriental (PECO) hace que, en lo esencial, el choque de la integración vaya a ser sentido en el Este", dice el documento. Los PECO no representan más que el 3,9 por 100 de las exportaciones de la Unión Europea, mientras que ésta concentra el 68 por 100 de las exportaciones de los PECO.

Actualmente, la perspectiva de trasladar sus industrias al extranjero no parece ilusionar a los directivos franceses. Según Diana Diminescu, sociólogo de la Casa de las Ciencias del Hombre, 11.000 empresas italianas han trasladado sus fábricas a Rumania, frente apenas 1.000 francesas.

En materia de ampliación, el coste debería ser en una primera etapa mínimo para Francia, lo mismo que para los otros países miembros de la UE. La transferencia de los Quince hacia los diez nuevos llegados se elevaría, de 2004 a 2006, a menos de 40 m.m. de euros (0,15 por 100 del PIB de los Quince), de los cuales 1,7 m.m. corresponderían a Francia. Es poco en relación con los beneficios que se esperan.

Según el documento del CEPII citado, las tres cuartas partes del impacto comercial y migratorio afectarían en primer lugar a Alemania y Austria, dos economías geográfica e históricamente próximas a la República Checa y a Polonia. En consecuencia, "son pocos los peligros para Francia", manifiestan los autores de aquel estudio.

Alemania y Austria han obtenido de Bruselas un aplazamiento antes de otorgar a los trabajadores polacos, checos, e incluso húngaros, la libre circulación en el espacio comunitario.

El correspondiente período de transición hace difícil realizar una estimación de los eventuales flujos migratorios. Por otra parte, es probable que, después de esa moratoria, la diferencia del nivel de vida y del coste del trabajo no sea ya muy importante, con lo que la mano de obra de los PECO sería menos atractiva. En cambio, "existe en Francia una fuerte demanda de mano de obra en la agricultura, la construcción y la restauración", recuerda el director del CNRS. "En el futuro, la inmigración procedente de los países del Este va a rivalizar con la inmigración tradicional procedente del Magreb y de la África negra.

Por lo demás, se entiende que incluso existiendo una dinámica migratoria, "ésta se estabilizará a medio plazo", dice un experto que trabaja para el Consejo de Europa. Cualificada o no, la mano de obra procedente de los PECO podría venir a "llenar los déficit de ciertos sectores con dificultades. Existirá, en algunos de éstos, una posibilidad de sustituir mano de obra como consecuencia de una mayor flexibilidad ofrecida a los empresarios".

Los efectos de la ampliación se notarán sobre todo en la agricultura. Según las previsiones del estudio CEPII, las importaciones agrícolas francesas no serían más que del 3 por 100 en 2006, mientras que las exportaciones no aumentarían más que un 0,5 por 100. El saldo, pues, sería desfavorable en un 2,5 por 100.

Los autores del estudio proponen dos alternativas, según que la PAC se transforme o no. Si el presupuesto de la PAC no varía, la disminución de las subvenciones a la agricultura francesa traería consigo una fuerte disminución de mano de obra, cualificada y sin cualificar. Esa disminución sería, respectivamente, del 6 por 100 y del 10 por 100 en 2003, y del 9 por 100 y del 13 por 100 en 2010. Con un aumento del presupuesto del orden del 20 por 100 —cosa que parece poco probable, vistas las difíciles negociaciones actualmente en curso—, las consecuencias para el empleo serían menores (entre -0,1 por 100 y -2,4 por 100). "El impacto sobre la producción agrícola francesa podría ser apreciable: -6 por 100 si el presupuesto no varía, y -1 por 100 si el presupuesto varía".

"No vamos a ser invadidos por sus productos", afirma el director de investigación en el INRA y especialista en agricultura de los países del Este. "La integración de esas agriculturas se traduciría en una fuerte disminución de sus producciones animales, incapaces de resistir la competencia del Oeste. Los excedentes cerealistas de la UE podrían aumentar de forma moderada, pero la balanza de los intercambios agroalimentarios nos beneficiaría".

## La economía global en crisis

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

Ningún país del mundo industrial está en recesión. Sin embargo, la crisis y el miedo presiden el debate económico en la mayoría de los países. A pesar de las caídas de las bolsas y de los escándalos que se han producido en las cúpulas de grandes empresas norteamericanas, el mundo ha evitado desastres financieros, si bien los inversores permanecen nerviosos. Bienvenida sea la nueva economía global.

Alan Greenspan acaba de decir que la reciente reducción en medio punto del tipo de interés en Estados Unidos era como una póliza de seguro frente a la posibilidad de que la debilidad de la economía fuera más seria de lo que espera la Reserva Federal. Pero lo cierto es que no puede estar seguro de ello después de los datos publicados ayer: mientras el sentimiento de los consumidores se ha recuperado algo, la producción industrial norteamericana bajó en octubre por tercer mes consecutivo.

Fuera de Estados Unidos, las esperanzas se han alejado todavía más. Las cifras de crecimiento y las encuestas empresariales de esta semana en Japón y en Alemania han mostrado perspectivas desoladoras para la segunda y la tercera economías mundiales. En el caso de Japón, la situación es tanto peor cuanto que la demanda de exportaciones disminuye. En Alemania, nada anda bien. El gobierno se ve incapaz de utilizar las políticas monetaria y del tipo de cambio para incrementar la demanda. Los problemas internos se convirtieron en humillaciones internacionales esta semana cuando la Comisión Europea puso en marcha su durísimo procedimiento contra el déficit después de que las proyecciones del déficit presupuestario fueran negativas.

Las previsiones para el resto de la zona euro no son tan malas como las de Alemania, pero tampoco son tranquilizadoras, y los desequilibrios económicos del Reino Unido, por otra parte, han crecido de tal forma y se han prolongado tanto que el Banco de Inglaterra advirtió de la probabilidad de un futuro inestable. Según el subgobernador del citado banco, la única certidumbre es que los insostenibles incrementos de los precios de las viviendas y el gasto de los consumidores financiado por deuda no podían durar.

Todo esto ha dejado a los mercados financieros extremadamente alterados. La recuperación de octubre de las bolsas no se ha mostrado consistente. Pero las acciones son algo sólido comparadas con las divisas.

El problema es que las cuatro mayores áreas comerciales sólo pueden mejorar a través de depreciaciones. Pero unas depreciaciones simultáneas son, naturalmente, imposibles.

Pero lo peor es, posiblemente, que la incertidumbre parece destinada a durar, y el caso es que tras los problemas individuales de cada país o de cada mercado hay una causa común de preocupación: los enormes desequilibrios que se originaron o se acentuaron a finales de la década de los 90 con la formación de la burbuja de los precios de los activos. Cualquier recuperación resultará incierta hasta que quede claro que los consumidores norteamericanos no se resistirán a recomponer sus frágiles finanzas; mientras los inversores extranjeros sigan queriendo poseer grandes cantidades de activos norteamericanos; hasta que las empresas se muestren dispuestas a invertir con unas expectativas razonables de rendimientos adecuados; hasta que se haya recuperado el sentimiento de una mayor confianza, y mientras no aparezcan síntomas de esperanza en Japón.

Esas condiciones siguen siendo lejanas. Por esto las autoridades deben continuar estando preparadas para hacer frente a posibles y súbitas crisis con políticas monetarias flexibles y, si éstas han perdido su eficacia, con remedios fiscales. La volatilidad y la incertidumbre serán la regla hasta que se produzcan los reajustes necesarios. Así son las cosas en el mundo posterior a la burbuja, y así debe aceptarse, por más incómodo que resulte.

## La productividad en EE.UU. y en Europa

(*The Economist (Economic Focus)* de 16 de noviembre)

Las perspectivas económicas de Estados Unidos a corto plazo pueden ser frágiles, pero, por lo menos, su productividad sigue impresionando. En el año que finalizó en el tercer trimestre, la productividad laboral aumentó un 5,3 por 100, el ritmo más rápido de los últimos 19 años. En cambio, as últimas cifras del Banco Central Europeo mostraron que no se había producido ningún incremento en la zona euro en el año que terminó con el segundo trimestre. Desde mediados de la década de los años 90, el crecimiento de la productividad en Norteamérica se ha acelerado, mientras que en Europa ha ocurrido lo contrario.

El fracaso de Europa por lo que se refiere a su incapacidad de obtener las mismas mejoras de la productividad que Estados Unidos es frecuentemente atribuido a sus más rígidos mercados de trabajo y de capitales, que impiden que las empresas obtengan todas las ventajas posibles de la tecnología de la información (TI). Pero esto no deja de ser una simplificación. No sólo es la diferencia en productividad entre EU y Europa exagerada por problemas de medición, sino que el crecimiento de la productividad depende de un deficiente instrumento de cálculo para medir los resultados obtenidos por Europa, toda vez que lo que se proponen sobre todo las reformas de los mercados laborales es que los trabajadores sin cualificar recuperen el empleo.

Existen muchas maneras de medir la productividad. Estados Unidos eligió la más prometedora. Europa la opuesta. Las estadísticas oficiales norteamericanas utilizan la producción por hombre/hora en el sector empresarial no agrícola. El crecimiento en éste promedió el 2,3 por 100 anual en los cinco años anteriores a 2001. En cambio, las cifras de productividad que publica el BCE para el área euro son el resultado del PIB por trabajador en el conjunto de la economía. El crecimiento de la productividad así calculado promedió menos del 1 por 100 a lo largo de los pasados cinco años. Contrariamente a lo que es el caso en Estados Unidos, esa medida incluye el sector público, el cual tiende a tener un crecimiento menor de la productividad. Al tener en cuenta la producción por trabajador en vez de la producción horaria, dicho sistema ignora el hecho de que la media de las horas trabajadas se ha reducido en la medida en que los empleos a tiempo parcial han aumentado, con lo que ha disminuido la producción media por trabajador.

Si se calcula el PIB por hombre/hora para ambas economías, el crecimiento de la productividad laboral en los pasados cinco años ha promediado el 2,2 por 100 en Estados Unidos frente al 1,4 por 100 en la zona euro. Norteamérica sigue ocupando el primer lugar, pero por un margen menor. Sin embargo, incluso esas cifras comparan manzanas y naranjas. Una diferencia importante es el trato que se da al *software* de los ordenadores. Los estadísticos norteamericanos cuentan lo que las firmas gastan en *software* como inversión, por lo que se incluye en el PIB final. En la zona euro, el *software*, en cambio, es en gran parte contabilizado como un gasto corriente, razón por la cual es excluido de la producción final. El aumento del gasto en *software*, a finales de los años 90, por consiguiente, hinchó la tasa de crecimiento de Estados Unidos frente a Europa.

François Lequiller(1), del INSEE, el instituto de estadística de Francia, sostiene que una manera de resolver este problema, por lo menos en parte, consistiría en utilizar el producto interior neto (PIN), el cual deduce la depreciación del capital, en vez del producto interior bruto. Normalmente, PIN y PIB crecen aproximadamente al mismo ritmo. Pero en años recientes se han producido diferencias significativas entre ambos en Norteamérica, en la medida en que la tasa de depreciación del capital ha subido apreciablemente debido al aumento de la inversión en ordenadores y *software*, que tienen una duración de vida mucho menor que la maquinaria tradicional. La inversión de Europa en *software*, medido oficialmente, es mucho menor, por lo que la diferencia entre el crecimiento del PIB y del PIN en años recientes ha sido insignificante. Según algunos cálculos, en los cinco años anteriores a 2001, la productividad, medida por el PIN horario, aumentó un 1,8 por 100 anual en Norteamérica, y un 1,4 por 100 en la zona euro, lo que representa una diferencia mucho menor.

Con todo, y cualesquiera que sean las cifras utilizadas, lo cierto es que el crecimiento de la productividad laboral en Estados Unidos fue una realidad a lo largo de la pasada década, como lo fue su descenso en Eu-

ropa. Esto se explica por el hecho de que las firmas norteamericanas invirtieron mucho más en equipo de TI que las europeas, por lo que se incrementó el stock de capital por trabajador. Esta es la razón de que muchos economistas prefieran concentrar su atención en la productividad multifactorial (*multifactor productivity*), es decir, el incremento en la eficacia con las que las firmas utilizan tanto el capital como el trabajo. Pero es todavía de más difícil comparación entre los países.

Una explicación de por qué el crecimiento de la productividad se ha reducido en Europa es que las reformas destinadas a flexibilizar los mercados de trabajo han hecho, deliberadamente, que el crecimiento del PIB haya sido en mayor medida cosa de la intensidad del empleo (*job intensive*). Arreglos laborales más flexibles, tales como los empleos a tiempo parcial y los contratos a plazo fijo, han permitido que las firmas eludieran las leyes de protección del empleo, con lo que se estimuló la contratación laboral. Recortes en las contribuciones de la seguridad social para los peor pagados han propiciado el retorno de parados al mercado laboral. El inconveniente es un crecimiento menor de la productividad media, en la medida en que más trabajadores sin cualificar entran en la masa laboral.

Las reformas de los mercados de trabajo en la zona euro han sido más eficaces de lo que suele decirse. Las tasas de participación han aumentado y el desempleo ha descendido. Como proporción de la población en edad de trabajar, el empleo ha aumentado del 59 por 100 en 1996 al 63 por 100 el año pasado a lo largo de los últimos cinco años: así, el empleo se ha incrementado a una tasa anual del 1,4 por 100, incluso más rápidamente que en Estados Unidos (0,8 por 100), lo que supuso una gran mejora respecto a los cinco años precedentes, en los que el empleo descendió un 0,1 por 100 anual.

Michael Dicks, de Lehman Brothers, estima que la tasa estructural de paro de la zona euro (es decir, la tasa de desempleo que se corresponde con una inflación estable) ha descendido al 8 por 100 de la fuerza laboral, frente al 10 por cinco años atrás. La OCDE admite que la tasa de desempleo estructural ha descendido en todos los países de la zona euro excepto en Alemania y Grecia, países en los que ha subido. Es sorprendente que el crecimiento de la productividad haya descendido en mayor medida en los países con un mayor crecimiento del empleo. En Alemania, en cambio, donde un mercado de trabajo esclerótico ha creado menos empleo, el crecimiento de la productividad ha sido mayor.

Atribuir el lento crecimiento de la productividad a las rigideces del mercado laboral puede por consiguiente resultar equivocado. Europa necesita flexibilizar sus mercados de trabajo, pero, a corto plazo, esto puede perjudicar el crecimiento de la productividad. Por otra parte, esto no puede ser una excusa para justificar los resultados decepcionantes conseguidos por Europa ni, sobre todo, para aplazar unas reformas más profundas. Los gobiernos europeos tienen todavía mucho que hacer en este campo.

## NOTA

(1) *The new economy and the measurement of GDP growth*, por François Laquiller. INSEE documento de trabajo G2001. Febrero de 2001.

## Cómo estalló la burbuja

(Steven Pearlstein, en *The Washington Post-Herald Tribune* de 13 de noviembre)

Citen la "Economía de la burbuja" (*Bubble Economy*) y aparecerán imágenes de documentos rotos (*shredded*), de mansiones a medio construir en Houston y de ejecutivos llevados esposados.

No es así cómo empezó, y ahora, a medida que las familias y los inversores se mueven entre las ruinas, la misma pregunta se repite sin cesar: ¿cómo pudo ocurrir todo esto?

Mientras duraba —aproximadamente entre 1995 y 2000— la Economía de la burbuja fue conocida como "la nueva economía", y casi todo el mundo pensó que era algo maravilloso. Miles de millones de dólares entraron en Estados Unidos procedentes de todas partes de mundo, transferidos por gente que esperaba introducirse en la planta de Internet, lo que llevaba implícita la promesa de transformar, no sólo la economía, sino la vida misma según la habíamos conocido hasta entonces.

El desempleo dejó casi de existir, y las empresas más prósperas proyectaron alegremente sus tasas de crecimiento anual. Los precios de las acciones subieron más y más deprisa que nunca convirtiendo a secretarías y otros empleados en millonarios y haciendo de las subidas y bajadas del Nasdaq una obsesión nacional. Economistas respetados manifestaron que la revolución de la productividad había conseguido una economía a prueba de la recesión.

Ahora, naturalmente, está claro que la burbuja no era ni real ni duradera. Veinte meses después de que la mayor economía mundial cayera en una recesión, apenas crece, pese al aumento de la productividad. Los precios de las acciones vuelven a estar donde estaban cinco años atrás, y nadie está seguro de qué parte del crecimiento de la renta y de los beneficios obtenidos durante la vida de la burbuja fueron reales y cuánto fue simplemente ficción.

¿Dónde estaban las salvaguardas que se suponían iban a advertir los peligros y a prevenir los excesos? ¿Cómo pudo gente por otra parte honesta llegar a la ofuscación, a algo parecido a una lotería y al fraude puro y simplemente para continuar participando del juego?

Muchas de las personas involucradas en la economía parece que llegaron a estar tan influidas por la euforia y cegadas por las recompensas financieras que se les ofrecían que dejaban de ocuparse de sus profesiones, o que llegaban a pensar que había cambiado la naturaleza de sus empleos.

Peor era aún el caso de los ejecutivos, que empezaron a prestar más atención a los precios de sus carteras de valores que a la gestión de sus propios negocios.

Fue en este período cuando los analistas de la bolsa empezaron a pensar y a actuar como banqueros de inversión, éstos como *venture capitalists*, y los *venture capitalists* como genios del mundo financiero.

Si uno cualquiera de esos grupos hubiera actuado de la manera que supuestamente debían haberlo hecho y hubiera sonado el silbato, la burbuja, probablemente, nunca habría crecido como lo hizo, o tal vez ni siquiera habría llegado a existir, dicen los observadores. Pero está en la misma naturaleza de la burbuja que los lapsos son simultáneos y generales.

También resultó crucial, en este fallo del sistema, la creencia de que a causa de la globalización, de la desregulación o de la nueva tecnología, el mundo había cambiado tanto que las viejas normas ya no regían. "En la medida en que todo el mundo ganaban grandes cantidades de dinero, la gente tendía a olvidar los detalles", ha dicho un profesor de historia financiera de la Universidad de Nueva York.

Naturalmente, no todo el mundo perdió el sentido. Hubo advertencias de que los precios de las acciones subían demasiado. Entre los detractores hubo respetados inversores, gestores monetarios, etc. Ahora bien, durante las burbujas, la gente presta más atención a los beneficios que a los profetas.

La llamada inversora también coincidió con la llegada de la generación de la postguerra (*baby boom*) a la etapa de la vida en la que las rentas son elevadas y el dinero es ahorrado para el retiro. Una buena parte de ese dinero terminó en acciones de fondos mutuos, los cuales, de absorber 125 m.m. de dinero nuevo en 1995, atrajeron 300 m.m. en lo más alto de 2000.

Además, hubo una avalancha de dinero exterior procedente de inversores escarmentados por la crisis financiera asiática o desilusionados por el lento progreso de Europa en la desregulación de la economía y en la reforma del mercado de trabajo. De 1995 a 2000, 1,2 billones de dólares entraron en Estados Unidos por encima de los que salieron. Una parte de dicho dinero fue directamente a la bolsa y al mercado de bonos, pero la otra parte, de parecido importe, se invirtió en la compra de empresas norteamericanas.

En último término hubo un sector clave de la sociedad que se benefició de la burbuja. Un historiador de economía de Berkeley dijo así que "los consumidores fueron los grandes vencedores", al aprovecharse de los bajos precios que resultaron de una competencia ruinosa y de la mejora de productos y servicios que se obtienen cuando las empresas utilizan nueva tecnología y operan con mayor eficacia.

## EE.UU.: el espectro de la deflación

(Greg Ip, en *The Wall Street Journal Europe* de 6 de noviembre)

Alan Greenspan y sus colegas de la Reserva Federal han pasado su vida profesional luchando contra la inflación. Pero en el otoño de 1999, los altos cargos del banco central norteamericano se reunieron en una casa de campo de Woodstock, Vermont, para hablar de lo contrario: ¿Cómo deberían actuar para hacer frente a una deflación, o a una caída generalizada de los precios, después de que hubieran reducido ya a cero los tipos de interés?

La deflación es peligrosa porque hace muy difícil hacer reaccionar la economía recortando los tipos de interés, los cuales no pueden bajar de cero, y porque hace que la deuda —que ha alcanzado en Estados Unidos los más elevados niveles de la posguerra— sea de muy difícil restitución.

En Woodstock, los investigadores exploraron de qué manera la Reserva Federal podría estimular el gasto, añadiendo, por ejemplo, una cinta magnética a los billetes de banco de forma que éstos perdieran valor cuanto más tiempo estuvieran en el bolsillo de los consumidores potenciales.

Mientras estaban en Woodstock, los reunidos recibieron una advertencia de Kazuo Ueda, un alto cargo del Banco de Japón que ya redujo a cero los tipos de interés, pese a lo cual todavía tiene que hacer frente a las caídas de precios, quien les dijo lo siguiente: "No se sitúen en una posición de tipos de interés cero. Les aseguro que eso les resultaría mucho más doloroso de lo que se pueden imaginar".

En aquel momento, la eventualidad de una deflación en Estados Unidos era remota. La inflación era baja, pero la economía se hallaba en una fase de expansión y la Reserva Federal había elevado los tipos de interés a corto plazo por encima del 5 por 100.

Hoy, la deflación ya no parece tan remota. Los precios de los bienes de consumo —no los de los servicios— están bajando por primera vez desde 1960. Según la medida preferida por la Reserva Federal, la inflación fue sólo del 1,7 por 100 en el año que venció en agosto. La Reserva Federal redujo ya los tipos de interés a corto plazo hasta alcanzar el menor nivel de los últimos 41 años (1,75 por 100), y los inversores creen que se producirá un nuevo recorte en los próximos meses, quizás hoy mismo, de forma que se situara en un bajísimo 1,25 por 100.

La economía norteamericana lucha por contener la caída de un gigantesco mercado de valores, en presencia de un descenso de los precios de los servicios de comunicaciones, por ejemplo, que hacen que muchas empresas apenas puedan soportar sus elevadas deudas.

En el extranjero, Japón lleva cuatro años de baja de precios, resultado de una década de estancamiento económico que siguió al estallido de su burbuja inmobiliaria y bolsística. China ha experimentado situacio-

nes de intermitentes deflaciones desde 1999, y algunos economistas opinan que lo mismo puede ocurrir en Alemania próximamente. Según proyecciones del Fondo Monetario Internacional, la inflación en países industrializados se situará en el 1,4 por 100, su menor nivel en más de 40 años.

Los altos cargos de la Reserva Federal y la mayoría de los economistas privados siguen pensando que una depresión es del todo improbable. Cuando la Reserva Federal se prepara para reducir los tipos de interés, hoy o en diciembre, piensa más en el lento crecimiento que en una eventual deflación. La mayoría de aquellos piensa que un margen de reducción de los tipos del 0,5 por 100 es suficiente para provocar una recuperación de la economía.

¿Deberían alegrarse los consumidores ante una posible caída de los precios? Esto depende de las causas de la deflación. [...]

## Gran Bretaña y el euro

(*Financial Times* de 30 de noviembre. Editorial)

Con sólo un poco más de seis meses para que el gobierno británico decida qué hacer sobre el acceso al euro, las perspectivas de un referéndum son sombrías. Tony Blair, el primer ministro, sigue manifestando su compromiso de una pronta entrada "si las condiciones económicas son las adecuadas". Pero el canciller Gordon Brown parece cada día más dispuesto a decir que las condiciones económicas no son buenas cuando publique los resultados de sus cinco pruebas económicas, hacia junio. En tales circunstancias, una pronta votación parece improbable, e incluso —si las dos mitades del gobierno no pueden hablar al unísono— indeseable.

Las dos voces del gobierno se hicieron evidentes esta semana. En el informe previo al presupuesto hecho público hace un par de días, Brown dijo que las finanzas públicas de Gran Bretaña estarían conformes con los criterios de Maastricht. Pero al mismo tiempo contrastó la fortaleza del marco de la política monetaria del Reino Unido con la debilidad del de la eurozona continental. Un estudio publicado con el informe fue incluso más lejos al subrayar las rigideces de los tipos de cambio fijos, que hacen más difícil hacer frente a los problemas de la economía.

Un día después, sin embargo, Blair volvió a su punto de vista según el cual Gran Bretaña había salido perdiendo, a lo largo de los últimos 50 años, desentendiéndose de la integración europea. En un principio se mantuvo ausente, luego se dio cuenta de su error y, finalmente, se incorporó, pero en peores condiciones que otros. "Debemos terminar con esta falta de sentido", declaró Blair, añadiendo que una moneda única con un mercado único para Europa era algo perfectamente razonable.

Blair sigue pensando en la perspectiva de un referéndum que se celebraría el próximo otoño. La opinión pública permanece opuesta al acceso al euro, pero

todo señala que la oposición es débil. Muchos de los oponentes esperan que el Reino Unido entre en el grupo de países del euro. Si Brown le da su conformidad —se dice— una corta y bien orientada campaña puede proporcionar una mayoría.

Pero esto da por hecho que Blair y Brown trabajarán juntos, lo cual es altamente dudoso. Una razón son los crecientes desequilibrios de la economía británica; fuera del euro, la fuerte libra ha dejado estancada a la industria al tiempo que el consumo personal se ha elevado. Es inevitable corregir los desequilibrios, pero resultaría muy difícil si Gran Bretaña accediera al euro a los actuales tipos de cambio. La consecuencia sería un prolongado estancamiento, un riesgo que Brown se resiste a asumir.

Sin embargo, corregir los desequilibrios podría ser más fácil si la libra esterlina entrara en el grupo euro con un cambio más bajo, siempre que se ingeniara una entrada más suave. Una solución fácil alcanzada en este terreno podría facilitar mucho las cosas, siempre que Brown estuviera dispuesto a colaborar en el proceso.

Un yes en el referéndum podría hacer bajar también un poco la libra, pero las posibilidades de tal resultado son cada día menores. A medida que transcurren los meses, la falta de preparación del terreno hace que los partidarios del euro —que esperan una acción del gobierno que no se produce— permanezcan inactivos, dejando el campo libre a los contrarios. Sin la dirección de Blair y sin una campaña constructiva, un referéndum sería sumamente arriesgado. Un referéndum negativo sería un desastre.

Todavía queda tiempo para organizar una campaña, pero el referéndum no puede ser ganado si Blair y Brown no hablan con una sola voz. Si no lo hacen, lo mejor sería no convocar un referéndum para 2003. Pretender lo contrario equivale a empeorar las perspectivas de una incorporación a la zona euro en el futuro.

## ¿Alemania tras Japón?

(Mark Landler, en *The New York Times-Herald Tribune* de 2-3 de noviembre)

Piénsese en una economía en otros tiempos poderosa, que ha resultado socavada por unos años de crecimiento anémico, con un sistema bancario descompuerto y con unas élites políticas que parecen culturalmente incapaces de hacer frente a los problemas que el país tiene planteados.

Por supuesto, se trata de Japón. Pero, ¿también de Alemania?

La comparación entre la segunda y la tercera economías mundiales se ha convertido en una moda entre los analistas alemanes. Se trata de una comparación molesta porque implica que Alemania se halla al principio, y no al final, de un período de largo estancamiento.

¿Pero es realmente Alemania otro Japón?

Algunos de los elementos son lastimosamente similares. El gobierno alemán acaba de decir que el débil 0,75 por 100 de crecimiento que había pronosticado para 2002 aparece ahora como demasiado optimista, razón por la cual lo ha rebajado al 0,50 por 100. Se espera que el año que viene vaya mejor, con un crecimiento del 1,5 por 100, pero algunos economistas dicen que Alemania podría permanecer situada a la cola de Europa —por lo que a tasa de crecimiento se refiere— durante toda la próxima década.

El Fondo Monetario Internacional fue algo más optimista que el gobierno alemán cuando dijo, hace poco, que había reducido su pronóstico para 2003 al 1,75 por 100, frente al 2 por 100 del pronóstico de septiembre. Para el año 2002, el Fondo mantuvo su pronóstico sin variación.

El portaestandarte de la banca alemana, el Deutsche Bank AG, hizo pública una pérdida de 178 millones de dólares en el tercer trimestre, debida a la disminución del comercio exterior y a unas mayores provisiones para créditos, en principio buenos, pero que han resultado ser malos.

El canciller Schroeder, reelegido en septiembre, no ha ofrecido desde entonces nuevas soluciones para los males de Alemania. En cambio, ha propuesto una combinación de subida de impuestos y recorte de gastos tan tímida como las poco eficaces medidas establecidas por el gobierno japonés.

Culminando esta situación, existe la circunstancia de que no existe clamor público alguno en Alemania a propósito del estado de la economía, lo que no deja de asimilarse con el conformismo que se ha manifestado en Japón.

Existe la creencia, entre la gente, en Alemania y en Japón, de que no deben preocuparse respecto al futuro. "Mientras podamos disfrutar de nuestros veranos en Mallorca, la vida es magnífica", ha dicho el comisario alemán para la inversión extranjera y antiguo director ejecutivo de Deutsche Bank.

Sin embargo, a pesar de las superficiales similitudes, otros economistas manifiestan que las raíces de los problemas alemanes son muy distintas de las de Japón.

En un nuevo informe, Goldman Sachs sitúa las dificultades alemanas en la unificación del Este y del Oeste alemanes, en 1990, que condujo a choques salariales y a grandes gastos públicos que todavía pesan sobre la economía del país. A medida que los costes aumentaron, las empresas alemanas recortaron la inversión y disminuyeron las nóminas.

Japón, en cambio, está atrapado en una espiral deflacionista que tuvo su origen en el estallido de la burbuja de su mercado inmobiliario, hace diez años. El banco central redujo los tipos de interés hasta dejarlos a cero, e inundó los mercados de dinero sin estimular el crecimiento [...].

## Persisten los temores sobre la economía USA

(Greg Ip, en *The Wall Street Journal Europe* de 29 de noviembre)

Datos económicos recientes y la recuperación de la bolsa sugieren que la economía de Estados Unidos está saliendo del hoyo, pero altos cargos de la Reserva Federal persisten en su escepticismo.

Desde que el banco central recortó su tipo de interés a corto plazo dejándolo en 1,25 por 100 —frente al 1,75 por 100— a principios de mes, los informes económicos han sido mejores de lo esperado y los precios de las acciones han alcanzado los mejores niveles de los últimos tres meses.

Si bien esto ha tranquilizado a las autoridades económicas en el sentido de que la economía no se dirige hacia una nueva recesión, lo cierto es que todo ello no es en absoluto una garantía de que los problemas han de dejado de existir. Y aunque esperan que el crecimiento recuperará su potencial entre el 3 y el 4 por 100 hacia mediados del año próximo, no son pocos los que se preguntan de dónde procederá ese nuevo crecimiento.

Eso sugiere que la Reserva Federal dejará probablemente los tipos inalterados cuando su comité monetario se reúna el 10 de diciembre, pero sin duda puede sentirse tentada de recortar de nuevo los tipos si la economía no muestra señales de aceleración a principios del próximo año. Si la economía mejora, como se prevé, podrían pasar varios meses hasta que la Reserva Federal resolviera subir los tipos, y esto porque la presión inflacionista se está debilitando.

El sentimiento pesimista se vio reflejado en el *beige book* de la Reserva Federal, el repertorio de las condiciones de la economía elaborado por los bancos centrales de los 12 distritos de la misma, repertorio preparado precisamente para la citada reunión del 10 de diciembre. La economía "creció lentamente" durante octubre y principios de noviembre, según el *beige book*. Alrededor de la mitad de los distritos dieron cuenta del crecimiento de las ventas minoristas, pero "los aumentos fueron en general ligeros". "La producción industrial fue débil en la mayoría de los distritos", mientras que "la inversión de las empresas, en todos los sectores, siguió siendo limitada". La inflación fue inexistente y las presiones salariales fueron "superadas".

Ese es también el mensaje de la mayoría de los dirigentes de la Reserva Federal en sus comentarios públicos, si bien ninguno de ellos se olvida de añadir que el último recorte de los tipos ha de contribuir a una mejora de la situación.

La preocupación de las autoridades monetarias por la economía y su falta de preocupación por la inflación parece no corresponderse con la declaración que acompañó al anuncio de la reducción de los tipos, el 6 de noviembre. Se dijo entonces que los riesgos para la economía son consecuencia, por partes iguales, de la creciente inflación y de la falta de crecimiento. Después de anteriores reuniones de la Reserva Federal, las

autoridades monetarias habían manifestado que el débil crecimiento suponía un mayor riesgo. El cambio de valoración ha dejado a muchos analistas rascándose la cabeza.

Sea como fuere, el caso es que no hay unanimidad entre los miembros del consejo de la Reserva Federal sobre las causas del débil crecimiento. Greenspan ha criticado la preocupación de los empresarios ante una posible guerra con Irak, pero otros han aludido al exceso de capacidad, a los bajos precios y a la falta de pedidos...

## Remendando el pacto

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

La Comisión europea ha dado a conocer una inteligente nota sobre la manera de restaurar la credibilidad del pacto para la estabilidad y el desarrollo por lo que se refiere a las reglas fiscales que han de gobernar la zona euro.

Romano Prodi, el presidente de la Comisión, contribuyó al descrédito de aquel calificando al pacto de "estúpido" por su limitada visión de los déficit presupuestarios, que no tenía en cuenta la situación del ciclo económico. Ayer, el mismo Prodi celebró las nuevas propuestas, "que combinan el rigor y la flexibilidad".

Las reglas rígidas tenían sentido en la recta final de creación del euro, porque los países querían cumplir las mismas para cualificarse para acceder a la moneda única. Ahora que la zona euro es una realidad y está en marcha, el incentivo para tal cumplimentación ha desaparecido y los defectos de algunas de las reglas se han hecho más aparentes.

La atención puesta en los déficit presupuestarios, que deben estar por debajo del 3 por 100 del PIB, demostró ser notablemente ineficaz en el control del gasto durante la fase de expansión de finales de 1999. Como resultado de ello, muchos países dejaron que se deterioraran sus equilibrios estructurales, al no ver que los ingresos fiscales procedentes de mercados de acciones al alza eran transitorios. La Comisión dice ahora que el relajamiento procíclico de la política presupuestaria en tiempos buenos "debería ser contemplada como una violación de las exigencias de la Unión Europea en materia presupuestaria", aunque se puede dudar que esto sea admitido como cosa firme.

Por el contrario, su propuesta de que el ciclo económico entero debe tomarse en consideración en el establecimiento de objetivos presupuestarios será aceptada por su buen sentido, si bien la valoración de los equilibrios fiscales subyacentes de los países deberá ser hecha con exquisito cuidado.

Países con unos déficit presupuestarios excesivos —en el presente Francia, Alemania, Italia y Portugal— seguirán estando obligados a recortar sus déficit subyacentes un 0,5 por 100 del PIB al año. En el presente, alguno de esos países presta poca o ninguna atención

a esa obligación. Pero sí lo harán si el pacto recupera credibilidad.

La otra propuesta importante de la Comisión consiste en dar mayor relevancia a las ratios deuda/PIB de los países, y en utilizarlas a modo de palo y zanahoria. Esas ratios son contempladas como un indicador cada día más importante de la solidez, a largo plazo, de las finanzas públicas de un país.

El impacto demográfico contra los sistemas de pensiones europeos se producirá pronto. La zanahoria para los países de reducida deuda sería el permiso para incrementar déficit temporalmente para financiar inversiones o reformas estructurales, en la línea de la regla de oro sobre endeudamiento de Gordon Brown. Pero el palo para los grandes deudores, como Italia, Bélgica y Grecia, sería una acelerada reducción de la deuda.

Combinar rigor y flexibilidad de esta manera no será fácil. Pero las propuestas de la Comisión ofrecen una manera de salir adelante y otras dos ventajas. A medio plazo, una zona euro mejor dirigida puede resultar más atractiva a Gran Bretaña. A corto plazo, una renovada credibilidad del pacto para la estabilidad y el desarrollo puede calmar los nervios del Banco Central Europeo y eliminar su pretexto de mantener inalterados los tipos de interés.

### Fase decisiva para la Convención

(Arnaud Leparmentier en *Le Monde* de 3 de diciembre)

La Convención sobre el futuro de Europa llega a una fase decisiva, aquella en la que deberá definir el reparto de los poderes en Europa. Todos y cada uno someten su punto de vista. Esta semana le corresponde a la Comisión y al ministro de asuntos exteriores francés, Dominique de Villepin. Los integrantes de la Convención no pueden conformarse con un simple remiendo, insuficiente para hacer funcionar una Europa de 25; pero deben evitar las propuestas excesivamente utópicas, que serían rechazadas por los gobiernos.

La Comisión, que teme ser la perdedora en la reforma, se halla a la defensiva. Ofrece a Europa una perspectiva federal y propone un método original para que la política extranjera pase a ser paulatinamente competencia de la Unión. Pero la Comisión debilita su posición al adoptar ciertas posiciones conservadoras: dice no a un presidente de la UE; pero no propone, como contrapartida, una modernización decisiva del Consejo. Modifica el proceso de decisión de éste pero no se atreve a sacar de ello las correspondientes consecuencias volviendo sobre la sobrerepresentación alemana en el Parlamento Europeo. En fin, la Comisión quiere conservar un comisario por país, lo que significaría que los seis grandes países, que supondrán el 75 por 100 de la población europea, serían menos representados que los siete más pequeños (2,5 por 100 de la población).

Las propuestas del ministro de asuntos exteriores francés, Dominique de Villepin, más generales, pue-

den parecer también más abiertas. Contempla todas las posibilidades, como la fusión del presidente de la Unión y el de la Comisión. Pone de nuevo sobre la mesa la cuestión —tabú desde hace varios meses, pero inevitable— de un "centro duro" de países que avanzarían en materia de política exterior y de defensa.

En cualquier caso, los discursos entusiastas de Villepin deben ser seguidos de propuestas concretas. Las primeras aportaciones franco-alemanas a la Convención han sido muy tecnocráticas. Por lo que a los alemanes se refiere, todavía no han tomado iniciativas destinadas a poner en marcha el ambicioso discurso pronunciado, hace más de dos años, por el ministro de asuntos exteriores, Joschka Fischer.

### Rebelión de los candidatos

(*Le Monde* de 4 de diciembre)

Inmersa en una última fase de negociaciones, Polonia ha encabezado una rebelión de los países candidatos a la ampliación de la UE, y esto para obtener condiciones más ventajosas.

Sintiéndose fuerte, por una parte, con sus 38,7 millones de habitantes —de los que una proporción importante depende de la agricultura— y, por otra, de los partidos políticos que amenazan con provocar una crisis gubernamental en Varsovia, Polonia estima que no puede adoptar más que una posición: luchar hasta el fin —es decir, hasta la cumbre europea de los días 12 y 13 de diciembre— antes de aceptar un compromiso sobre las condiciones financieras de su entrada en la Unión.

Para los Quince, esto significa que su reunión en Copenhague, que debe celebrar la ampliación "histórica" de la UE y dar una respuesta a la difícil cuestión de la candidatura de Turquía, corre el riesgo de tropezar con dificultades de última hora por falta de entendimiento con los países candidatos.

Las exigencias de Polonia han movilizado a otros países, que temen que cerrando demasiado deprisa sus negociaciones sobre los aspectos financieros pierden el beneficio de las condiciones más ventajosas obtenidas eventualmente por Polonia, pues ninguna capital pone el listón tan alto como Varsovia.

Todo esto exaspera a la presidencia danesa. "El problema es que los sucesivos gobiernos polacos han creado unas expectativas del todo irrealistas en el país sobre lo que podrían ser las condiciones de su adhesión", afirman los que conocen bien la cuestión. Los diplomáticos polacos, por su parte, manifiestan que no pueden hacer otra cosa, vista la situación en Varsovia.

Las negociaciones de Bruselas han estado precedidas, en efecto, por una súbita subida de la fiebre política en Polonia, donde no debe descartarse una crisis de gobierno provocada por la marcha de las negociaciones con la UE.

Lo peor es que las últimas propuestas de la presi-

dencia danesa han sido juzgadas como demasiado generosas por ciertos países de la Unión, para los que Copenhague se ha extralimitado en sus propuestas. Joschka Fischer, el ministro alemán de asuntos exteriores, ha subrayado que las propuestas danesas han sido ofrecidas "sin haber sido consultadas con los otros miembros de la Unión".

En el caso, por ejemplo, de las subvenciones directas a los agricultores, los Quince habían decidido que el primer año de la ampliación (2004) los países candidatos recibirían el 25 por 100 percibido por sus homólogos de la Unión, asumiendo que la paridad no se alcanzaría más que en 2013. Estas proposiciones han provocado fuertes protestas en los países candidatos, para los que esta fórmula muestra hasta qué punto los países candidatos son tratados como ciudadanos europeos de segundo orden.

Resuelta a encontrar una solución, la presidencia danesa propuso que por lo menos el 20 por 100 de los fondos destinados al desarrollo rural pudiese ser traspasado al capítulo de las ayudas directas. Pero esto no es todo: cuando la presidencia ofreció proporcionar una ayuda presupuestaria temporal a los países candidatos de alrededor de mil millones de euros en 2004, Polonia pidió que la oferta se repitiera para 2005 y 2006. Paralelamente, con el argumento de que su condición específica de importante productor de leche, y recordando que los cupos lecheros fueron establecidos sobre la base de una situación de la producción y del consumo en la Unión que no corresponde ya a la realidad, Polonia pide una fuerte reevaluación de la proposición que se le ha hecho al respecto.

### Por fin el BCE ha actuado

(*Financial Times* de 6 de diciembre. Editorial)

Winston Churchill dijo una vez que los norteamericanos harán siempre lo correcto, después de haber agotado todas las alternativas. Lo mismo, por lo que parece, es cierto en el caso del Banco Central Europeo. Al reducir el tipo de interés en medio punto porcentual eligió el sentido común antes que el dogma. Desde luego, no es mucho lo que ha hecho. El problema es si no habrá hecho poco.

Al tomar tal decisión, el BCE ignoró acertadamente su primer pilar: la tasa de crecimiento del dinero, M3. Su reciente tasa de crecimiento anual del 7,1 por 100 está muy por encima del "valor de referencia" del 4,5 por 100. Por consiguiente, tanto peor para el valor de referencia. Pocos son los expertos que creen ahora

que los agregados monetarios proporcionan mucha información útil.

El BCE también mencionó —pero dejó de lado— la persistencia con que la inflación se ha mostrado superior al 2 por 100. En cambio, Wim Duisenberg, el presidente del BCE, se refirió ayer a la debilidad de la economía real y al elevado grado de incertidumbre, la cual debería "limitar el aumento de los riesgos potenciales contra la estabilidad de los precios y contribuir a la reducción de la presión inflacionista".

Todo esto fue simple sentido común. Las últimas estimaciones de Eurostat situaron el crecimiento del tercer trimestre en sólo el 0,3 por 100. Las presiones inflacionistas deberían sin duda ceder, cualquiera que fuere la respuesta de la inflación a la demanda de la zona euro.

El presidente del BCE añadió que su decisión debería contribuir a la mejora de las perspectivas para la economía de la zona euro proporcionando una contrapartida a alguno de los riesgos que existen para el crecimiento económico y, por consiguiente, fortaleciendo la confianza. Esto es todo lo lejos que el BCE puede ir, probablemente, en el sentido de admitir que sus políticas ejercen —y deben ejercer— un impacto en la economía real.

Sin embargo, inevitablemente, Duisenberg no quiso asumir muchas responsabilidades por lo que se refiere al crecimiento. De ahí su interés por responsabilizar a los gobiernos a este respecto. En su estilo tradicional, Duisenberg defendió con ahínco las reglas fiscales del pacto para la estabilidad y el crecimiento, el procedimiento iniciado contra Alemania y Portugal, así como la oportunidad de un programa de reformas estructurales.

El débil crecimiento de la zona euro, particularmente de Alemania, no es, en su mayor parte, culpa del BCE. Tipos de interés del 2,75 por 100 son bajos, si se comparan con etapas anteriores. Pero el banco central si tiene un gran papel por lo que toca a la estabilización. Es más, incluso tipos del 2,75 por 100 no son tan bajos, en términos reales. Los tipos pueden tener que bajar más.

Mientras tanto, el Banco de Inglaterra cumplió con su deber al no reducir los tipos. Así, la diferencia entre los tipos de Gran Bretaña y los de la zona euro aumentó de 0,75 puntos porcentuales a 1,25 en un día. En términos reales, los tipos a corto plazo británicos están próximos a tres veces los de la zona euro. Ha habido convergencia. Pero no ha sido completa y, si acaso, está ahora disminuyendo.