

LA INFORMACIÓN ECONÓMICA
EN LA
PRENSA INTERNACIONAL

SUMARIO

Fiscalidad y crecimiento	85
Panorama negro	86
Tiempo para la coordinación económica	86
Más problemas después de la guerra.	87
Francia, Alemania y el Pacto de Estabilidad	88
Pese a la rápida victoria, la economía mundial sigue triste	89
La paridad dólar/euro, clave de la economía global.	89
La victoria no es una panacea.	90
Las armas de engaño masivo de la administración Bush	91
La "triple A" de Alemania	92
El euro (demasiado) fuerte	92
El BCE se previene contra la deflación	93
Gran Bretaña, más cerca del euro.	94
Alemania renuncia a equilibrar el presupuesto para 2006	94
La economía mundial, al borde de un barrizal	94
Washington: el último (economista), que apague la luz.	95
Francia: la otra reforma	96
Lecciones de Japón.	96
La caída del dólar puede resultar peligrosa	97
El crecimiento, el dólar, etcétera	97
El proyecto de Constitución europea	98

Fiscalidad y crecimiento

(Le Monde de 27/3. Editorial)

Sin confesarlo aún con claridad, Jacques Chirac acaba de renunciar a su principal promesa electoral: la reducción de un tercio del impuesto sobre la renta de los franceses para lo que dure el quinquenio. Al declarar, el martes 25 de marzo —con ocasión de la entrega del premio a "la audacia creadora" a una pequeña empresa provincial— que la prosecución de la rebaja de la fiscalidad no tendrá lugar más que "en la medida de nuestros medios", el jefe del Estado ha reconocido lo que el ministro de Hacienda dejaba entender, a saber,

que la debilidad del crecimiento reduce a cero la posibilidad de mantener los compromisos. El dispositivo electoral del candidato Chirac descansaba sobre una expansión anual del 3 por 100 del PIB. Ahora bien, la flojedad de la recuperación la ha reducido al 1,2 por 100 en 2002 y al 1,3 por 100, según se espera, en 2003. El Estado, que redujo el impuesto sobre la renta un 5 por 100 el año pasado y un 1 por 100, sólo, este año, carece hoy, en efecto, de "medios".

¿Tendrá más mañana? El presidente de la República así lo afirma, cuando dice que "Francia puede encontrar de nuevo un crecimiento sostenido cuando se estabilice la situación internacional". Cuando la guerra

en Irak termine, la reactivación será una realidad. ¿Es esto posible? En parte, tal vez, sí. Pero los economistas son hoy mucho más pesimistas que Chirac. Si bien el consumo sigue comportándose de forma satisfactoria, la moral de los empresarios se ha degradado, a imagen de sus cuentas. El crecimiento no recuperará un nivel sostenido del 2,5 o del 3 por 100 antes, por lo menos, de 2005. Entonces será demasiado tarde para reanudar la rebaja de los impuestos y alcanzar el objetivo de una reducción de un tercio. La promesa del candidato no habrá sido respetada durante el quinquenio.

Las consecuencias son mayores. La rebaja de los impuestos y de las cargas constituía el ejemplo de referencia y la base de la plataforma electoral de Jacques Chirac. No se trataba, o no se trataba sólo, de un obsequio, sino, a sus ojos, era el primer "medio" para interrumpir el declive al que la izquierda había conducido a la economía francesa. El crecimiento debía permitir aligerar los impuestos y las cargas que penalizan "el trabajo, la actividad y el empleo" y, más globalmente, hacer "las reformas demasiado tiempo diferidas", con el fin de devolver al país "su dinamismo".

En pocas palabras, el gobierno creía poder contar con un círculo virtuoso de un crecimiento que haría posible las reformas que permitieran, a su vez, acelerar el crecimiento. Pero esta estrategia confortable descansaba sobre una base expansiva.

Visto que no puede contarse con ésta, el gobierno se ve obligado a una revisión estratégica. Sin crecimiento: ¿cómo actuar?, ¿cómo acelerar y devolver su dinamismo al país?, ¿deben ponerse en marcha las reformas, en cualquier caso, aunque sea sin "medios", para que sean aceptadas por el cuerpo social y por los sindicatos, o deben abandonarse y esperar tiempos mejores? Por lo que a la fiscalidad se refiere, el jefe del Estado ha renunciado. ¿Ocurrirá lo mismo para el conjunto de las otras reformas, empezando por las pensiones?

Panorama negro

(*Le Monde* de 2 de abril. Editorial)

Los economistas habían desechado la hipótesis de un conflicto largo y doloroso en Irak. Todos querían creer en una victoria rápida de las tropas norteamericanas y británicas que conduciría a una consolidación progresiva de la recuperación económica en Estados Unidos y, seguramente, en el resto del mundo.

La alternativa oscura de una guerra larga ha penetrado brutalmente en las cabezas estos últimos días. Las bolsas mundiales, que habían recuperado el optimismo ante la proximidad de una guerra que se creía corta, han reanudado la baja. El índice Dow Jones ha perdido el 1,7 por 100 el lunes 31 de marzo y, señal de la mayor fragilidad europea, el retroceso ha sido aún más violento en París y en Francfort (-4,2 por 100).

La moneda norteamericana se ha deslizado hacia su valor más bajo frente a la moneda única europea. Y, tercer intermitente rojo de los coyunturalistas, el petró-

leo ha subido por encima de los 30 dólares el barril. Los mercados financieros se inquietan por el impacto de un conflicto largo, temiendo un estancamiento e incluso, en caso de que los norteamericanos fueran frenados en el desierto, una recesión pura y simple.

He ahí un encadenamiento negativo: los elevados precios del crudo afectan a la renta de las familias, que pierden la confianza y disminuyen sus compras en provecho del ahorro, mientras los industriales paralizan sus inversiones.

Hasta el presente, el consumo de las familias había sido satisfactorio, tanto en Estados Unidos como en Europa, generando una ligera expansión. Pero esta famosa "confianza" se erosionaba mes tras mes en ambos lados del Atlántico, y los índices aparecidos una y otra vez estos últimos días dan cuenta de un cambio de actitud. En Estados Unidos, el índice de Conference Board perdió dos puntos en marzo. En Europa, según Bruselas, el barómetro está en su nivel más bajo desde el 11 de septiembre. En Francia, según el índice Insee publicado ayer, la moral de las familias ha bajado en marzo a causa del pesimismo, ya profundo, de los franceses sobre la evolución del desempleo.

Es más. Todas las caídas registradas, corresponden a la fase que precedió a las malas noticias recibidas últimamente sobre el curso de la guerra en Irak.

En realidad se acumulan aquí dos fenómenos. La guerra, que amenaza con durar más tiempo de lo que se creyó en un principio, y la concienciación de que las estructuras de la economía mundial están más desequilibradas —independientemente de la guerra— de lo que se había pensado. Las empresas encuentran dificultades por salir de un pesado endeudamiento acumulado durante el período de la "burbuja" Internet, y, en Estados Unidos, los déficit "gemelos", comercial y presupuestario, van a pesar durablemente sobre la recuperación. La guerra, corta o larga, no lo explica todo.

Se necesitaría, frente a un panorama negro, un acuerdo mundial, sobre todo monetario. Pero los países se inclinan por ir cada uno por su lado. George W. Bush ha propuesto un plan costoso y muy discutido. En Francia, el gobierno está en pleno desconcierto, con una política asustadiza que no tranquiliza ni a las familias ni a las empresas.

Tiempo para la coordinación económica

(*Financial Times* de 3 de abril. Editorial)

El avance de ayer hacia Bagdad puede haber animado los mercados financieros, pero no habrá servido para alejar los nubarrones que cubren la economía mundial.

Esta semana ha traído una serie de malas noticias en forma de disminución de la confianza en Estados Unidos, en la zona euro y en Gran Bretaña. Las previsiones que van a anunciar la semana próxima el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea y el Tesoro británico darán cuenta de que el crecimiento es-

perado para 2003 oscilará entre tenue (*subdued*) en Estados Unidos y Gran Bretaña, y débil en Japón y el resto de Europa.

En estas circunstancias, la llamada de Charles Dallara, director ejecutivo del Institute of International Finance de Washington, a favor de una mayor coordinación de la política económica entre el Grupo de los Siete mayores países industriales es no sólo oportuno sino correcto.

Lo más notable de lo sugerido por el citado *Institute* es que el G7 —es decir, Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá— aligere las políticas monetarias. También pide una gestión flexible de las políticas fiscales, más reformas estructurales y un progreso decidido hacia la liberalización comercial.

Dicho *Institute*, que representa a más de 300 organizaciones privadas del sector financiero de 60 países, no habla por hablar cuando insiste en que la acción es urgente, dadas las excepcionales dificultades que la economía global tiene ante sí.

Si la fórmula del *Institute* recuerda los activistas años 1970 es porque las condiciones económicas globales empiezan a parecer tan difíciles como las de aquella tormentosa década. Lehman Brothers, el banco de inversión norteamericano, ha dicho que los riesgos económicos y políticos parecen mayores que en cualquier momento desde la guerra del Medio Oriente y del embargo del petróleo de 1973-74.

Es oportuno recordar que esas convulsiones dieron lugar al colapso final del sistema económico global de Bretton Woods, que contribuyó a que el mundo pudiera disfrutar de 20 años de "edad de oro" de crecimiento sostenido con baja inflación, después de la Segunda Guerra Mundial.

Mirando al futuro hacia un nuevo período de post-guerra, cuánto mejores serían las perspectivas si los bancos centrales y los ministerios de finanzas de todo el mundo pudieran resucitar la responsabilidad compartida de un crecimiento global y prosperidad que inspiraron los creadores de Bretton Woods.

Desde luego, a las autoridades no les faltarán oportunidades, próximamente. Los ministros de Finanzas de la Unión Europea y los gobernadores de los bancos centrales se van a reunir el primer fin de semana cerca de Atenas. Los del Grupo de los Siete lo harán en Washington a finales de la próxima semana durante las reuniones de primavera del FMI y del Banco Mundial. Separadamente, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra estarán revisando sus políticas de tipos de interés a lo largo de los próximos siete días.

Ahora bien; ¿aprovecharán los ministros el momento y adoptarán medidas imaginativas susceptibles de encarrilar de nuevo la economía global?

Estados Unidos, con un tipo para los fondos federales de sólo 1,25 por 100, ha recortado ya los tipos hasta situarlos a un nivel extraordinariamente bajo. El

Banco de Inglaterra, que recordó su tipo inesperadamente en febrero, debe prestar atención a la continua subida del precio de las viviendas.

Pero el Banco Central Europeo, que se reúne hoy en Roma, podría y debería tomar la delantera.

Es verdad que el BCE recortó su tipo el pasado mes en 0,25 puntos porcentuales, dejándolo en un 2,5 por 100. Pero la fortaleza reciente del euro ha reforzado las condiciones monetarias en Europa. Por otra parte, la inflación base ha descendido por debajo del 2 por 100, mientras que el crecimiento no va a superar el 1 por 100 este año, con lo que será el tercer año sucesivo de crecimiento inapreciable.

El BCE debe actuar hoy otra vez —y de forma decidida— en beneficio de la zona euro y de la economía mundial. Debería reducir los tipos por lo menos en 1 punto porcentual.

Más problemas después de la guerra

(Paul Krugman en *Herald Tribune* de 7 de abril)

A lo largo de las últimas semanas, nadie ha prestado mucha atención a las noticias económicas. Incluso las subidas y bajadas del Dow han reflejado más las informaciones del campo de batalla que los informes de los consejos de administración. Pero el caso es que las noticias económicas son francamente preocupantes. De hecho, lo último que se conoce sugiere que la recuperación norteamericana puede estar detenida.

También sugiere que el ritmo al que las cosas empeoran se está acelerando. En febrero, el empleo en Estados Unidos se redujo en 308.000 personas, la peor cifra desde noviembre de 2001. Hace un par de días, se desvelaron dos preocupantes indicadores adicionales: subió el seguro de desempleo, y una encuesta entre las empresas del sector servicios pareció indicar que el conjunto de la economía se está contrayendo.

¿Y ahora qué? En todo momento, desde que las esperanzas de una rápida recuperación se difuminaron el pasado verano, la economía ha parecido estar situada en el filo de una navaja. Los pesimistas advierten que Estados Unidos está al borde de una crisis: el crecimiento es tan lento que los consumidores, nerviosos por el débil mercado de trabajo, reducen el gasto, poniendo la economía en una situación muy difícil. Sin embargo, los optimistas siguen esperando que las empresas, ansiosas por poner al día su tecnología, reanuden las inversiones a gran escala y hagan realidad una recuperación firme. Las dos cosas son todavía posibles, pero cada día parece más probable que los consumidores pierdan empuje antes de que los empresarios recuperen el suyo.

Los optimistas confían en los positivos efectos de la victoria en Irak. La teoría es que las empresas han estado aplazando inversiones hasta que haya desaparecido toda incertidumbre por lo que a la guerra se refiere, y que cuando esto ocurre se producirá una explo-

sión de la demanda. Yo me siento escéptico: creo que los principales obstáculos a la recuperación de la demanda son el exceso de capacidad, la deuda de las empresas y el temor de escándalos contables. También dudo de que la victoria en Irak vaya a señalar el fin de la incertidumbre. Es posible que lo que ocurra sea una incertidumbre mayor. ¿Estarán los norteamericanos en el camino de Damasco (o de Teherán, o de Yongbyon)?

Mientras tanto, existe una nueva preocupación: la recuperación macroeconómica puede morir víctima de la economía microbio (*microbe economics*).

La gente sería que los gérmenes constituyen una mayor amenaza para la humanidad que el terrorismo, y que los microbios han sido la causa de la decadencia de muchas civilizaciones. La neumonía asiática (SARS: *severe acute respiratory syndrome*), el nuevo virus procedente de la provincia china de Guandong, no parece ser capaz de acabar con una civilización. Pero hay expertos que temen que puede ser demasiado tarde para contener el virus impidiendo que se propague por todo el mundo. Por el momento, el microbio está teniendo ya importantes consecuencias económicas. El temor de la enfermedad ha paralizado muchas empresas en Hong-Kong y ha dado lugar a una reducción del tráfico aéreo de pasajeros en muchas regiones del mundo.

Incluso en el caso de que la neumonía no se extienda en gran medida a Estados Unidos, puede causar un gran daño a la economía norteamericana, dado lo interdependiente que ha llegado a ser el mundo. Considérese lo siguiente: el más probable motor de una vigorosa recuperación en Estados Unidos es el gasto en tecnología, y Guandong es ahora el gran taller de tecnología de la información del mundo, el lugar en el que se encuentra una gran cantidad del equipo que se puede esperar que comprarían las empresas si se produjera un *boom* inversor. El virus está ya obstaculizando la producción. El resultado puede ser detener una recuperación de la inversión antes de que ésta empiece.

La guerra ha monopolizado la atención de todo el mundo, incluyendo la mía. Pero ocurren otras cosas, y nadie debería sorprenderse si las informaciones económicas llegaran a ser horribles.

Francia, Alemania y el Pacto de Estabilidad

(*Le Monde-Economie* de 8 de abril)

¿Debe dejarse que los déficit públicos sigan su curso, cuando el crecimiento se debilita, aunque ello suponga violar las normas del Pacto de Estabilidad? Los economistas franceses y alemanes pueden compartir la misma moneda, pero el caso es que ofrecen respuestas opuestas a la pregunta anterior.

En Francia, se felicitan de que el gobierno se niegue a emprender una política de austeridad para sanear las finanzas públicas. Lo prioritario es el sostenimiento del crecimiento. "Se trata de una cuestión de

sentido común. No se va a añadir rigor público al rigor privado. Todos los motores del crecimiento están apagados", estima Jean-Paul Fitoussi, presidente del Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE).

Para los economistas alemanes, en cambio, lo primero no es la coyuntura, sino las estructuras de la economía. Incluso en periodo de estancamiento, deben superarse los obstáculos que frenan estructuralmente la actividad —el coste y el derecho al trabajo, las pensiones y la fiscalidad— único medio de reactivar realmente el crecimiento. "El pensamiento único es mucho más fuerte en Alemania que en Francia" en el campo de las ciencias económicas, dice Henrick Uterwedde, codirector del instituto franco-alemán de Ludwigsburg. Resultado: los economistas alemanes defienden con más tesón el Pacto de Estabilidad, mientras que los franceses desean su modificación. "Es necesario sin duda una cultura de la estabilidad, y esto no sólo en el marco monetario o presupuestario, sino también, de forma general, en el plano político", subraya el presidente de uno (HWN) de los seis institutos de la coyuntura alemanes.

La historia y el lugar asignado al Estado explican las diferencias entre las escuelas del pensamiento. "En Francia, Keynes fue introducido cuando la liberación. El liberalismo de la preguerra había nutrido la derrota. Para evitar que esto se repitiera, hacía falta que el Estado dispusiera de instrumentos suficientes para evitar el declive", estima Jean Pisan-Ferry, hoy director del Tesoro. "En Alemania es al revés: el liberalismo apareció como una garantía contra el Estado fuerte, contra el fascismo. Keynes no tiene una gran audiencia en Alemania".

En especial, los economistas alemanes, así como el conjunto de la población, conservan el recuerdo de la hiperinflación que les arruinó al término de las dos guerras mundiales. "Es un traumatismo fundador para el pensamiento económico de nuestro país", recuerda Hans Werner Sinn, presidente del Instituto Ifo, de Munich. Después de la guerra, el Bundesbank edificó su poder y basó toda la credibilidad del *deuschemark* gracias al deseo colectivo de estabilidad.

Por lo demás, "la tradición francesa desea que la política domine a la economía, si este es posible. Los alemanes, por el contrario, no quiere ceder demasiado poder a los políticos ni al Estado federal".

Si el Insee es la referencia en el debate público francés, en Alemania son más bien los institutos (privados) los que dan el "la". Esas divergencias están en el origen de la creación de los criterios de Maastricht y del Pacto de Estabilidad. Los alemanes no tienen confianza en sus consocios franceses ni en el Sur de Europa.

Los economistas británicos, en fin, son mucho más pragmáticos. No conocieron las obligaciones de la larga marcha hacia el euro. Por otra parte gozaron de un crecimiento mayor en los años 1990, después de haber hecho reformas dolorosas en el decenio precedente. Resultado: un Estado poco endeudado no tiene que financiar la bomba de las pensiones. En este con-

texto, los expertos de la City pueden denunciar las reglas europeas mal adaptadas a la estructura de su economía, cosa que incluso admiten los economistas de Bruselas.

Pese a la rápida victoria, la economía mundial sigue triste

(*The Economist* de 12 de abril. Editorial)

Con la guerra de Irak prácticamente terminada, se puede decir que su impacto a corto plazo parece haber sido sorprendentemente pequeño. Una victoria rápida, pocos pozos petrolíferos incendiados y la ausencia de nuevos ataques terroristas han desmentido los peores temores de los economistas. Lejos de subir, los precios del crudo han bajado a alrededor de 25 dólares el barril, y ahí parece que seguirán. La alternativa catastrófica de una recesión global que hubiera podido resultar de una guerra larga y sangrienta debe ser ya descartada.

Esas son noticias importantes. Pero ello no significa que los ministros de Hacienda de todo el mundo, que van a reunirse en Washington estos días, deban dormirse en sus laureles, toda vez que la economía global sigue teniendo un aspecto extremadamente enfermizo. El nerviosismo existente no ha sido sólo debido a la guerra. Surgieron otros problemas además de las perspectivas de guerra primero y de la guerra misma después. Dos fueron, principalmente, esos problemas: las repercusiones del estallido de la burbuja que se generó en los mercados de acciones a finales de la década de los años 1990 y la excesiva confianza en Estados Unidos como conductor del crecimiento mundial.

Norteamérica ha supuesto, desde 1995, más de la mitad del crecimiento económico del mundo. Las opiniones difieren por lo que se refiere al vigor de la recuperación de la economía de Estados Unidos, tras la guerra, pero nadie duda que seguirá representando el papel principal. Su economía crecerá un 2,2 por 100 en 2003, lo que no es mucho, pero sí más que lo que puedan crecer Europa o Japón, regiones en las que las perspectivas son más bien sombrías. El área euro parece encaminarse hacia una recesión, con una producción que se situará este año sólo a alrededor del 1 por 100.

La relativa superioridad de Norteamérica se debe a la flexibilidad de su economía y a la continua mejora importante de la productividad, independientemente de haber llevado a cabo unas políticas monetaria y fiscal propicias al crecimiento, aunque incurriendo en déficit presupuestarios preocupantes. En cualquier caso, el mundo no debería confiar en el crecimiento de Estados Unidos, dado los problemas que este país tiene ante sí. Algunos de sus desequilibrios son insostenibles.

Ahora bien, lo que parece indiscutible es que es necesario un crecimiento mayor fuera de Norteamérica. Esto requiere actuar en varios frentes. Una rápida reactivación de la paralizada Ronda Doha de negocia-

ciones comerciales, por ejemplo, mejoraría las perspectivas de los países en vías de desarrollo. Mientras tanto, la responsabilidad, en este campo, recae sobre las principales economías mundiales que hoy se encuentran estancadas: Europa continental y Japón.

En Europa, eso requiere una más acelerada liberalización y mejores políticas económicas. Un nuevo estudio del FMI sugiere que la desregulación podría suponer un aumento del 10 por 100 del PIB europeo, a medio plazo. Los planes del gobierno alemán para mejorar los incentivos laborales no son más que un comienzo. La política monetaria debería ser más distendida. Con unas economías tan débiles y con tanta capacidad de producción desaprovechada, la deflación constituye un auténtico riesgo. El BCE debería reconocerlo y recortar los tipos de interés cuanto antes mejor. Y la atención en materia fiscal debería concentrarse en los estímulos, como se ha hecho en Gran Bretaña. Una vez las economías europeas vuelvan a crecer, podrá pensarse en los problemas a largo plazo como son las finanzas públicas. Es absurdo recortar el gasto y elevar los impuestos bajo la amenaza de una recesión, como pide la Comisión Europea de conformidad con el cómicamente llamado Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento.

La confusión existente en Japón muestra cuán difícil es la política monetaria cuando han arraigado las expectativas deflacionistas. También allí podría hacerse más para convencer a los consumidores de que la contención de la deflación es el primer objetivo económico del país.

Esas actuaciones, incluso emprendidas conjuntamente, pueden resultar insuficientes para cambiar de la noche a la mañana el curso de las cosas. Pero, si se emprenden gradualmente, deberían producir los efectos deseados en el sentido de estar menos pendientes de Estados Unidos.

La paridad dólar/euro, clave de la economía global

(*Le Monde-Economie* de 15 de abril)

La guerra en Irak ha venido a recordar hasta qué punto el mercado internacional de divisas sigue siendo un animal geopolítico: el dólar progresó en cada avance de las tropas de la coalición americano-británica, y se deslizó ante cada señal de resistencia iraquí. Estos movimientos de yo-yo han demostrado también hasta qué punto el régimen mundial de los tipos de cambio es hoy día inestable. Y cuánto, en fin, la manipulación del curso de una moneda, en una economía mundializada y de libre cambio, aparece como una arma temible.

En estas circunstancias, según opinión general de los expertos, la evolución del dólar frente al euro en el curso de los próximos meses debería constituir una de las variables clave de la economía mundial y, sobre todo, del reparto de ese crecimiento entre las zonas geográficas, en especial entre Estados Unidos y Europa. La incertidumbre es tanto más grande cuanto

que la situación que había prevalecido durante mucho tiempo en el mercado de cambios ha cambiado.

Desde mediados de los años 1990 hasta principios de 2001 la situación monetaria había estado caracterizada por un fortalecimiento incesante del dólar y por un debilitamiento ininterrumpido de las monedas europeas. Varios elementos se habían combinado para explicar ese fenómeno, el primero de los cuales fue el diferente crecimiento en ambos lados del Atlántico, a favor de Estados Unidos. A esto se añadía una superioridad cualitativa a través del adelanto norteamericano en materia de nuevas tecnologías. La ascensión fulgurante en la Bolsa del Nasdaq había simbolizado ese dominio, que también ha alimentado la subida del dólar, dada la afluencia masiva de capitales internacionales a Estados Unidos y la prosperidad enorme de Norteamérica, sin que se prestara atención a las protestas de los industriales de dicho país, disgustados por la persistente alza del dólar. Washington había apoyado tal movimiento repitiendo que "un dólar fuerte era del interés de Estados Unidos". El argumento era el siguiente: un billete verde fuerte constituía una defensa excelente contra la inflación en una economía al borde del sobrecalentamiento y, sobre todo, el mejor medio de financiar al mejor coste (tipos de interés a largo plazo bajos) el gigantesco déficit de las cuentas exteriores del país. La política del dólar fuerte, además, contaba con el aval implícito de los dirigentes políticos europeos, encantados de disponer con un euro débil de un medio de entonar en alguna medida sus economías.

Con el hundimiento del Nasdaq, la decepción trágica de la nueva economía y la persistente baja de régimen de la economía norteamericana, es ese frágil equilibrio monetario internacional el que se ha hundido. A esto se ha juntado, al otro lado del Atlántico, las quiebras fraudulentas, las dimisiones de altos dirigentes económicos o financieros, la irrupción del terrorismo, las dudas sobre la estrategia de la Reserva Federal y los interrogantes sobre la política económica de Bush. Todo ello ha conducido a cierta desconfianza en los medios financieros internacionales a propósito de Estados Unidos y de su moneda. Resultado: el dólar ha retrocedido de manera continua desde hace casi dos años, retroceso que se ha acelerado incluso algo recientemente.

Es poco decir que Washington apenas muestra hoy prisa alguna para corregir el curso de debilitamiento del billete verde. A principios de marzo, el nuevo secretario del Tesoro, John Snow, explicó que "no estaba especialmente inquieto" por la caída del dólar. "El dólar subirá y bajará un poco. Está en el mercado y fluctúa dentro de los límites normales". El análisis hecho de estas palabras por los especialistas monetarios es que la Casa Blanca ha cambiado de estrategia de cambio y que va a mostrarse favorable a una devaluación competitiva del billete verde. Tales especialistas, por lo demás no ven que los dirigentes de la zona euro —tan incapaces de manifestarse con una sola voz en el plano económico y monetario, así como en el diplomático— estén en condiciones de contrariar la voluntad de Washington.

Un descenso del dólar, que aumentara su competi-

tividad-precio, sería un buen medio para estimular una economía norteamericana convaleciente, que no consiga superar la situación creada por la crisis bursátil y por la destrucción gigantesca de riqueza que resultó de la misma. Los economistas del banco HSBC CCF añaden que "Estados Unidos está aprendiendo por experiencia que un déficit tan colosal (5,6 por 100 del producto interior bruto en 2002) es incompatible con la vuelta a un crecimiento fuerte del PIB". De ahí la nueva voluntad de la administración Bush de hacer bajar el dólar con el fin de reequilibrar progresivamente las cuentas exteriores del país. Ese análisis de una depreciación inevitable del billete verde a causa del déficit corriente excesivo —y esto a pesar del dominio persistente de Estados Unidos, en materia de crecimiento, sobre Europa y Japón— ha sido desarrollado recientemente por Horst Köhler, director general del FMI, y Andrew Crockett, su homólogo del Banco Internacional de Pagos.

Si se le conduce a la baja, ¿no puede temerse —teniendo en cuenta el carácter excesivo de los mercados— un *krach* del dólar? No, según los especialistas del HSBC CCF, "en la medida en que el *krach* sería, a todos los efectos, demasiado desestabilizador. La necesidad de proteger a los mercados bursátiles de la depreciación del dólar conducirá incluso a maniobras de todo tipo tendientes a la estabilización de la cotización de la divisa norteamericana". Queda por saber, sin embargo, si los dirigentes monetarios internacionales —teniendo en cuenta los daños ocasionados por la guerra de Irak en el seno los Siete Grandes— tendrían el poder hoy de influir lo suficiente para imponer sus deseos a los operadores del mercado de cambios.

La victoria no es una panacea

(Robert J. Samuelson, en *Newsweek* de 21 de abril)

Todos deseamos creer en la economía de la victoria, es decir, en el hecho de que el triunfo militar desencadenará la reactivación económica. La teoría parece plausible, sin duda. La guerra supuso un trauma para la economía, por lo que, si los combates cesan, la confianza debe aumentar y las incertidumbres han de desaparecer. Los precios del petróleo deberían bajar. Los consumidores han de llenar los centros de distribución. Las empresas deben reemprender sus planes suspendidos y contratar de nuevo mano de obra e invertir. Todo esto podría ocurrir, pero lo más probable, desgraciadamente, es que las cosas no vayan por ahí. Las conexiones entre el éxito militar y el económico son emocionalmente fuertes e intelectualmente débiles.

La semana pasada, el FMI difundió una nueva estimación económica, nada optimista. El Fondo predijo, en efecto, que la economía de Estados Unidos crecerá un 2,2 por 100 en 2003. Esto es menos que en 2002 y conduciría a un mayor desempleo (6,2 por 100). El pronóstico para la Unión Europea y para Japón es todavía peor, con unos crecimientos del 1,3 por 100 y un 0,8 por 100, respectivamente. Dado que el FMI no se distingue por su pesimismo, puede temerse que las cifras citadas resulten incluso demasiado optimistas.

El error de la teoría "la victoria es la salvación" es que minimiza todos los problemas económicos de la preguerra. He ahí una lista no exhaustiva de éstos: la caída de las bolsas de valores en los diferentes países; el exceso de capacidad en muchas industrias; el fuerte endeudamiento de empresas y familias; etc.

Otro grave defecto de la teoría citada es que ignora la historia. Las guerras, normalmente, van seguidas de sorpresas y de frustraciones. La situación económica al término de la Guerra Civil apenas se pudo controlar, dando lugar a una deflación gradual; la Primera Guerra Mundial fue seguida de una inflación que condujo a una profunda depresión (1920-1921); el conflicto del Vietnam estimuló la inflación. Sólo la Segunda Guerra Mundial constituyó una excepción en esa línea.

En cierto sentido, la guerra de Irak no puede ser comparada con las citadas. Ha durado sólo unas semanas, no años. Los muertos en combate se cuentan por centenares, no muchos miles. El coste directo de la misma, aunque de decenas de miles de millones de dólares, representa una pequeña fracción de la renta nacional (de casi once billones) o del presupuesto federal (2,2 m.m.). Esto es insignificante si se compara con la Guerra Civil, cuyo coste (incluyendo el de las propiedades privadas destruidas) ascendió a alrededor del 115 por 100 de la renta nacional en 1860.

Pero lo que debe también subrayarse es que una de las características de una guerra es que separa el futuro del pasado. Las guerras ocasionan cambios permanentes en la producción y en el comercio. La Guerra Civil condujo a un sistema bancario y monetario. La primera Guerra Mundial llevó, en último término, a la abolición del patrón oro. Etc. A este respecto, la guerra de Irak puede parecerse a las anteriores.

Dicha guerra simboliza una rotura de la confianza en un próspero y armonioso orden mundial. Por supuesto, existen también otras causas: el 11 de Septiembre y el colapso de los mercados de acciones. Pero la guerra intensificó las sospechas de los motivos norteamericanos y de su poderío. Debilitó las instituciones multilaterales (Naciones Unidas, OTAN) sobre las cuales el viejo orden global, en buena medida, se había basado. Todo esto contrasta significativamente con la creencia apasionada en la "globalización" de los años 1990. El comercio entre países aumentaría. La paz acompañaría a la prosperidad. El futuro estaba asegurado. Ahora, esta visión está nublada. Se desconoce hacia dónde se dirige el mundo.

Comparado con lo que habría podido ser —una guerra larga, la destrucción de los pozos petrolíferos— el rápido triunfo militar favorece a Estados Unidos y a las otras economías mundiales. Pero comparado con lo que un día existió —una fe auténtica, aunque *naïve*, en la globalización— el mundo es un lugar más peligroso y más confrontado. El comercio y la inversión son hoy más globales. Pero la inversión y el comercio requieren confianza, la cual se va erosionando. La victoria no la ha restaurado. Las relaciones entre las empresas son más tímidas, porque se detectan nuevos riesgos. El futuro diverge del pasado.

Todo esto es sugestivo, no concluyente. No prueba

que no pueda producirse una recuperación vigorosa. Tal vez una feliz reconstrucción de Irak reforzará el apoyo al liderazgo de Estados Unidos. Como mínimo, la victoria debería proporcionar una reacción económica. La última encuesta sobre la confianza de los consumidores mejoró ligeramente. Pero también se puede pensar, con mayores razones, que la victoria, sola, no es una panacea, y que hace falta algo más. Es inquietante ver que nadie parece saber qué es esto.

Las armas de engaño masivo de la administración Bush

(Paul Krugman en *Herald Tribune* de 30 de abril)

"No estábamos engañando", le dijo un alto cargo de la administración Bush a *ABC News*. "Pero sólo era cuestión de énfasis".

El alto cargo se refería a la manera cómo la administración agravó la amenaza que Sadam Hussein representaba para Estados Unidos. Según el informe de *ABC*, la razón real de la guerra fue que la administración "quiso mostrar su posición". ¿Por qué Irak? Según los representantes del gobierno, Sadam reunía todos los requisitos que requería el objetivo perfecto.

Un periódico británico, *The Independent* publicó que "las agencias de espionaje de ambos lados del Atlántico estaban furiosos por el hecho de que las informaciones que proporcionaban a los líderes políticos fueron alteradas en la carrera hacia la guerra". Una "fuente de alto nivel" le dijo al periódico que "no prestaron atención a estimaciones del espionaje según las cuales Irak no constituía una amenaza".

Por supuesto, Estados Unidos no ha encontrado aún ninguna arma de destrucción masiva en Irak. Se hace difícil creer que Norteamérica no vaya a encontrar, más pronto o más tarde, algún gas venenoso o armas biológicas. Pero esas no son verdaderamente armas de destrucción masiva. Recuérdese que el presidente George W. Bush justificó las guerras aludiendo a una "nube en forma de seta". Está claro que Irak no tenía nada de eso... y Bush debió saber que no lo tenía.

¿Importa que los americanos fueran llevados a la guerra con un engaño? Algunos dicen que no. Vencimos, y el pueblo iraquí ha sido liberado. Pero deberíamos plantearnos algunas cuestiones difíciles, y no sólo respecto a Irak, sino a nosotros mismos.

Primero, ¿por qué es tan selectiva nuestra compasión? En 2001, la Organización Mundial de la Salud —la misma organización que combate a la neumonía asiática— hizo una llamada a favor de un programa para combatir enfermedades infecciosas en países pobres, explicando que salvará las vidas de millones de gentes al año. La participación de Estados Unidos en los gastos habría sido de alrededor de 10 m.m. de dólares anuales, una pequeña fracción de lo que gastaremos en la guerra y en la ocupación. Sin embargo, la administración Bush rechazó la propuesta sin contemplaciones.

O considérese una de las primeras decisiones diplomáticas importantes de la postguerra: el rechazo de un plan para mandar guardianes del orden a la Costa de Marfil (una antigua colonia francesa), que garantizaran una tregua con ocasión de una sangrienta guerra civil, y eso con el pretexto de que la operación resultaría demasiado cara.

Por lo que parece, pues, nuestra profunda preocupación por la población de Irak no se hace extensiva a otras gentes de otros pueblos. Deduzco que es sólo una cuestión de énfasis. Un cínico, sin embargo, podría decir que salvar vidas pacíficamente no ofrece la ocasión de llevar a cabo un desfile de la victoria.

Por lo demás ¿no tienen los líderes de un país democrático el deber de decirles la verdad a los ciudadanos?

Uno se pregunta si la mayor parte de la población norteamericana nunca sabrá que el argumento original utilizado para justificar la guerra ha resultado ser falso. De hecho, mi opinión es que muchos norteamericanos creen que han encontrado armas de destrucción masiva. Estamos ante un caso típico de desinformación. Cada cargo contra Irak recibió una gran cobertura. Su desmentimiento posterior no encontró apenas eco.

¿Creyeron los medios de información que era anti-pático poner en duda la credibilidad de la administración? Desde luego, ocurrieron algunas cosas extrañas. Por ejemplo, en septiembre Bush citó un informe de la Agencia Internacional de la Energía atómica que, según Bush, mostraba que Sadam estaba cerca de disponer armas nucleares. "No sé cuántas más pruebas necesitamos", dijo Bush.

Gracias a ese tipo de valoraciones, el público norteamericano probablemente cree que fuimos a la guerra para contener una amenaza inmediata, de la misma forma que cree que Sadam tuvo algo que ver con el 11 de septiembre.

Ahora bien, es verdad que la guerra eliminó a un tirano endemoniado. Pero se supone que las decisiones de una democracia, correctas o erróneas, han de ser adoptadas con el consentimiento informado de sus ciudadanos. Esto no ha ocurrido en esta ocasión. Y somos una democracia. ¿No es así?

La "triple A" de Alemania

(*Financial Times* de 7 de mayo)

Ayer, Standard & Poor confirmó la clasificación Triple A para Alemania, confundiendo las expectativas del mercado, que llegó a pensar que la firma de clasificación crediticia citada reduciría negativamente la posición de la primera economía europea.

La citada agencia hizo saber que las señales según las cuales el gobierno alemán está empezando a adoptar reformas susceptibles de aligerar las rigideces de su economía avalan una clasificación estable, si bien señaló que si el gobierno de Schroeder no cum-

plía sus promesas —en especial por lo que se refiere a las reformas del mercado de trabajo— habría que revisar dicha clasificación.

El fracaso en la consecución de las mayorías necesarias para sacar adelante las reformas supondría una presión creciente sobre la clasificación crediticia del país.

Moritz Kraemer, el director de S & P para las clasificaciones en Europa, manifestó que la conferencia del Partido Socialdemócrata, el 1 de junio, será crucial, toda vez que el gobierno necesita la conformidad del partido antes de que la reforma sea sometida a la aprobación del parlamento.

"La medida más importante del plan se refiere a la limitación de los subsidios del paro después de transcurrido un año", dijo Kraemer. "Su aprobación significaría un incentivo para los que buscan empleo".

El anuncio por parte de S & P confirmando la clasificación de Alemania es una ratificación de lo decidido en diciembre. Pero en ambas ocasiones la agencia ha hecho observar que Alemania no alcanzaba el nivel de los otros países con Triple A por lo que se refiere a los resultados obtenidos en los campos fiscal y económico.

Los bonos del Estado alemanes se han mostrado de una calidad inferior a los de otros países de la zona euro desde la segunda mitad del año pasado, habiendo existido cierta preocupación últimamente a propósito de la disciplina fiscal, cosa que ha dado lugar a temores de que la clasificación crediticia del país pudiera verse rebajada.

El déficit fiscal de Alemania superó el máximo del 3 por 100 del PIB tolerado por la zona euro, alcanzando el 3,5 por 100 este año, aunque el gobierno espera haber equilibrado sus cuentas en 2006, según S & P.

Un analista de UBS Warburg ha manifestado haber esperado que S & P iba a rebajar la calificación, añadiendo que está seguro de que alguna de las otras grandes agencias de calificación crediticia la rebajará.

Un rival de S & P, Fitch, ha de publicar su informe sobre Alemania este mismo mes. A principios de año, Fitch dijo que la situación de Alemania había empeorado, y que la clasificación Triple A para este país no podía darse por segura.

Moody's Investors Service, por su parte, ha de publicar también las próximas semanas su informe anual sobre Alemania, pero no se espera que incluya nuevas clasificaciones crediticias. En su informe de diciembre Moody's hizo saber que, a su juicio, la Triple A para Alemania se asentaba sobre fundamentos sólidos [...].

El euro (demasiado) fuerte

(*Le Monde* de 10 de mayo. Editorial)

Paradoja sorprendente. La política del "franco fuerte" llevada a cabo tanto por la derecha como por la izquierda dio lugar en Francia a una interminable polémica.

mica. Los partidarios del rigor la aplaudirían, sosteniendo que era la garantía de una recuperada productividad. Los militantes de la "otra política" la denunciaban argumentando que su consecuencia era un loco incremento del paro. Pero ahora que el euro sube y sube las autoridades apenas reaccionan. Pero no es sólo en Francia donde las cosas tienen lugar de esta manera. El euro alcanza niveles altísimos, amenazando con imposibilitar cualquier recuperación económica, y la Europa política da la impresión de no enterarse.

A primera vista, se podría creer, ciertamente, que esa aparente indiferencia es lógica. Ya que el Banco Central Europeo es ahora independiente, todo el mundo se ha habituado a que sea el BCE el que gestione la política monetaria europea, aunque con ello se perjudique al crecimiento —y al empleo— del Viejo Continente. Nadie se atreve a inmiscuirse en esa delicada materia. Hablar de la moneda podría parecer invadir campos que constituyen las prerrogativas del BCE y violar la sacrosanta independencia de la joven institución.

Extraña actitud, sin duda, pues nada obliga a los políticos europeos a guardar silencio y a refugiarse en un cierto no intervencionismo. El tratado de Maastricht es muy claro a este respecto, toda vez que prevé un copilotaje de la política monetaria, en un sistema en el que el BCE tiene a su cargo el valor interno de la moneda (la lucha contra la inflación) y las autoridades políticas el cuidado de su valor externo (la política cambiaria).

Se comprende, pues, lo que debería desprenderse de este reparto de funciones: con bastante lógica, el BCE está a favor de una apreciación del euro, toda vez que esto, mecánicamente, contribuye a la contención de la inflación; pero las autoridades políticas europeas tendrían todos los medios de conseguirlo encuadrando la acción del BCE en una nueva política de cambio.

El caso es que todo el problema está ahí: en un lado del Atlántico, Estados Unidos lleva a cabo una política del dólar débil realizada muy sutilmente por las autoridades, pese a los desmentidos de la Casa Blanca; y en el otro lado —terrible asimetría!— el euro fuerte empieza a hacer sentir importantes efectos perversos sobre la economía, pero no hay nada para hacer sonar la alarma. Es incluso peor que esto, puesto que se ha podido oír que el ministro de Hacienda francés, Francis Mer, decía con ligereza que el nivel del euro no sería perjudicial más que si se apreciara todavía más, hasta alcanzar un cambio de 1,20 a 1,25 dólares. En otros tiempos, uno de sus predecesores, Edmond Alphandery, fue muy criticado por haber pronunciado palabras menos torpes... Lo que, dicho con otras palabras, revela que el alza de la moneda única es, sobre todo, la ausencia de todo gobierno económico en la zona euro.

El BCE se previene contra la deflación

(G. Thomas Sims en *The Wall Street Journal* de 9-11 de mayo)

El Banco Central Europeo se ha provisto de una

póliza de seguros frente a la posibilidad de que se produzca una deflación en la zona euro en una fase en la que las autoridades económicas de Estados Unidos están preocupadas ante la eventualidad de una caída de los precios interiores y en la que Japón está siendo devastado por una intermitente deflación.

En un cambio sutil, pero significativo, el BCE, en efecto, dijo días pasados que se esforzará por mantener las tasas de inflación en los países que utilizan el euro "alrededor del 2 por 100". Hasta ahora, el BCE había dicho que las citadas tasas debían situarse en la parte inferior de un margen entre el cero y el 2 por 100.

El anuncio llega después de un largo período de reflexión interna del BCE, aunque todavía sigue siendo uno de los bancos centrales más estrictos en materia de política antiinflacionista. La decisión del BCE pareció insuficiente a aquellos críticos que esperaban que el Banco Central Europeo toleraría una mayor inflación, pero puso fin a los temores de que el banco mantendría hasta tal punto su posición antiinflacionista que la segunda economía mundial se viera entrar inadvertidamente en un período de caída de precios.

Dicho anuncio "subraya el compromiso del BCE de proporcionar el margen de seguridad suficiente para prevenir cualquier conato de deflación", dijo el presidente del banco, W. Duisenberg, en una conferencia de prensa.

El BCE no cree que una deflación constituya una amenaza en la zona euro, aunque sea un problema creciente en otras partes. A principios de esta semana, la Reserva Federal de Estados Unidos llevó a cabo un importante cambio en su larga lucha contra la inflación, insinuando una posible reducción del tipo de interés para alejar la eventualidad de una deflación.

La deflación, en años recientes, ha perjudicado notablemente a la economía japonesa, llevando a los consumidores a reducir sus compras en medio de una caída general de los precios.

La nueva posición adoptada por el BCE, consistente, como se dijo, en mantener la tasa de inflación en las proximidades del 2 por 100, está dirigida en parte a ayudar a Alemania, la mayor economía de Europa y el país de la región que, según temen los economistas, podría caer en el pozo de la deflación. Las tasas de inflación en la zona euro son muy dispares (desde el 5 por 100 de Irlanda hasta el 1 por 100 de Alemania). Si el BCE estableciera como techo la media inflacionista —muy baja— de la zona, Alemania podría verse amenazada.

La declaración del BCE puede reflejar más una cuestión de estilo que de sustancia. Otmar Issing, el primer economista del banco, dijo que se trata más de una "aclaración" que de un "cambio". En cualquier caso, algunos economistas han interpretado la decisión en el sentido de que el banco se mostrará más blando a propósito de la inflación que en el pasado.

(Financial Times de 9 de mayo destacó y Tony Major comentó en términos similares a los arriba transcri-

tos del Journal el cambio de actitud del BCE a propósito de la tasa de inflación en la zona euro).

Gran Bretaña, más cerca del euro

(*Financial Times* de 12 de mayo. Editorial)

Los ministros del gobierno británico están perdiendo el miedo a Gordon Brown. Muchos de ellos hace ya tiempo que se han dado cuenta de lo absurdo que resulta que sea sólo el cauteloso ministro del Tesoro el que disfrute del derecho a opinar sobre la economía del Reino Unido y sobre el euro. Uno tras otro están empezando a levantar sus cabezas por encima del parapeto.

Ayer, Elen Liddel, el secretario para Escocia, se permitió insistir en que la decisión que debe adoptarse sobre la incorporación de Gran Bretaña al euro no debe dejarse sólo en manos del titular de Hacienda. A continuación, John Reid, líder de la Cámara de los Comunes, rechazó explícitamente la posición de Brown de excluir un referéndum sobre el tema antes de las próximas elecciones, añadiendo que "la decisión que se ha de tomar no es si hemos de acceder al euro sino cuándo". Mientras el debate político se anima, se produce un episodio económico del mayor interés. Podemos esperar a ver qué es lo que resulta de la actitud de los líderes políticos que se resume en la fórmula *wait and see*. Pero el caso es que, mientras tanto, el principal obstáculo a la entrada del Reino Unido en la zona euro —el sobrevalorado tipo de cambio de su moneda— está en trance de desaparecer. Mírese por donde se mire, la libra esterlina ha descendido a su nivel más bajo desde que el gobierno de Tony Blair fue elegido por primera vez en 1997. La mayoría de los economistas piensa ahora que la libra está ahora en el nivel que le corresponde.

Los turistas británicos se encontrarán este verano con la desagradable sorpresa de que viajar por el extranjero es más caro que antes, aunque la depreciación haya de ser bien recibida por lo que supone para la economía británica en general, que se había visto obstaculizada por siete años de sobrevaloración de la libra.

En cualquier caso, el reconocimiento de que el tipo de cambio es demasiado alto no nos dice cual debería ser el tipo correcto para adoptar el euro. Tomará algún tiempo constatar si la economía puede funcionar cómodamente con los nuevos niveles. Ahora bien, una vez se demuestre que la respuesta es, eventualmente, afirmativa, no habrá razón alguna para retrasar más la decisión de acceder a la zona euro [...]

Alemania renuncia a equilibrar el presupuesto para 2006

(B. Benoit y D. Dombey en *Financial Times* de 12 de mayo)

El gobierno alemán, ocupado en la reducción del

gasto y en evitar una recesión, renunció ayer al compromiso de tener el presupuesto equilibrado en 2006, con lo que puso aún más en entredicho el Pacto para la Estabilidad.

El canciller Schroeder y Hans Eichel, ministro de Hacienda, aceptaron la derrota en dos entrevistas separadas, en las que dijeron que el debilitamiento de la economía alemana hacía que dicho objetivo, formulado hace tres años, resultaba inalcanzable.

Según las declaraciones de Schroeder al periódico de Berlín *Tagesspiegel*, "un presupuesto equilibrado en 2006 exigiría tasas de crecimiento que no puedo esperar, y no estoy dispuesto a aceptar que se recorte el gasto en la medida en que los ingresos bajan, ni abandonar la reforma fiscal de 2005".

Eichel, por su parte, admitió por primera vez que el déficit fuera a situarse por debajo del límite establecido por el Pacto para la Estabilidad este año. Su ministerio dijo más tarde que eso se alcanzaría el año próximo.

Las dos claudicaciones podrían dañar todavía más la confianza en el Pacto para la Estabilidad, después de que Francia hiciera saber que incurriría en déficit superiores al 3 por 100 del PIB por lo menos dos años consecutivos más.

Un alto cargo de la Comisión Europea, sin embargo, quitó gravedad a las manifestaciones de Schroeder y de Eichel, diciendo que lo importante es que siga en vigor en Alemania el plan para mejorar el déficit estructural. También es muy importante que su déficit no supere el 3 por 100 en 2004.

Dado que, en 2002, el déficit alemán fue "excesivo" según lo que requiere el Pacto para la Estabilidad, el país está obligado a reducir el déficit estructural un 1 por 100 del PIB este año, y un 0,5 por 100 del mismo el año que viene.

La economía mundial, al borde de un barrizal

(Paul Krugman, en *Herald Tribune* de 18 de mayo)

De repente, un palabra que empieza con "d" está en todos los labios. El Fondo Monetario Internacional incluso ha publicado un informe titulado *Deflación: causas determinantes, riesgos y opciones de la política económica*. El informe llega a sugerir que Alemania puede reunirse con Japón en el club de los países en los que los precios se derrumban.

Alan Greenspan se apresuró a tranquilizar a los norteamericanos diciéndoles que Estados Unidos no se encuentra ante un riesgo inminente de deflación. Pero los "greenspanologistas" pusieron de relieve que el hecho simple de que Greenspan aludiera al tema prueba que está preocupado por éste.

Pero si bien el problema de la deflación está en el ambiente, el caso es que esto no tiene razón de ser. El peligro inmediato no es la deflación *per se*. El mayor riesgo es que las economías más importantes caigan

en un barrizal (*quagmire*). La deflación puede ser a la vez el síntoma de una economía que se hunde en el barro y la razón por la cual se hunda todavía más, pero normalmente es un indicador retardado (*lagging*). La cuestión crucial es saber si tropezaremos en el barrizal, y los riesgos de que así sea son, desgraciadamente, elevados.

El tipo particular de ciénaga que debe preocuparnos tiene un nombre: "trampa de la liquidez" (*liquidity trap*). Como explica el informe del FMI, la razón para tener una deflación es que puede llevar a una economía a una trampa de la liquidez, o incrementar los infortunios de una economía ya presa de una trampa.

He ahí cómo actúa, en teoría. Normalmente, la deflación —una caída general del nivel de los precios— es fácil de combatir. Todo lo que el banco central (en el caso de Norteamérica, la Reserva Federal) debe hacer es imprimir más dinero y ponerlo en manos de los bancos. Con más dinero, los bancos concederán más préstamos, los tipos de interés bajarán, la economía se vigorizará y el nivel de los precios bajará.

Pero, ¿qué pasa si la economía se halla en tal mal estado que incluso una reducción de los tipos de interés a cero no basta para conseguir el pleno empleo? En este caso, uno se encuentra en una trampa de la liquidez. El dinero adicional que se inyecta en la economía —mayor liquidez— resulta ocioso, porque no tiene sentido prestar dinero sin obtener un premio o una recompensa. Cualquier tipo de política monetaria pierde su efectividad.

Una vez la economía queda atrapada en tal cepo, lo más probable es que caiga en una deflación, momento en el cual empiezan a suceder cosas bastantes horribles. Una depresión normalmente significa no sólo la caída de la demanda (mientras se espera que los precios caigan todavía más) sino también de las rentas...

En otras palabras, una deflación desincentiva los préstamos y el gasto, es decir, exactamente lo que una economía deprimida necesita para salir adelante.

[...]

Sea como fuere, Norteamérica corre un riesgo real de caer en la trampa en que cayó Japón. Pero incluso en el caso de que esto sea cierto, no parece que el riesgo sea inmediato. Ahora bien, si la deflación llega, resultará difícil salir de ella.

Al igual que la Reserva Federal, espero que todo eso no ocurra. Pero la esperanza no es un plan.

Washington: el último (economista), que apague la luz

(*Financial Times* de 19 de mayo. Editorial)

Es preocupante la noticia de que los dos principales contendientes para la presidencia del banco de la Reserva Federal de Nueva York se hayan retirado de la

contienda. Según parece, ni Stanley Fisher —ex número dos del FMI y ahora trabajando para Citigroup— ni Peter Fisher, ex subsecretario del Tesoro para finanzas internas y antiguo alto cargo de la Reserva Federal de Nueva York han podido ser convencidos para que aceptaran ocupar el segundo puesto en importancia de todo el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Sin duda, los dos ilustres prohombres tendrán razones personales de peso para rechazar las ofertas que se les han hecho, pero su negativa sienta un precedente de difícil explicación. Los puestos de autoridad y de responsabilidad económicas relevantes en la Norteamérica de George W. Bush han sido tan degradados que está resultando difícil encontrar personas idóneas que quieran ocuparlos.

Todos los miembros del primer equipo económico del actual presidente han abandonado sus puestos en los últimos seis meses: el secretario y el subsecretario del Tesoro; el presidente del National Economic Council; el del Consejo de Asesores Económicos; el director del Office of Management and Budget; el de la Securities and Exchange Commission.

En general, eso ha sido bueno. Aunque se trate de un grupo ecléctico, todos compartían una cosa: todos tenían defectos graves. O eran políticamente inflexibles, o eran políticamente ineptos, o se trataba de incompetentes para los cargos que ocupaban. Y, por lo menos en un caso, reunían los tres defectos citados. Varios de los puestos que dejaron vacantes sin ocupar. La Casa Blanca está todavía buscando un subsecretario del Tesoro cuatro meses después de que se fuera Kenneth Dam. Pero incluso cuando la selección de nuevos ocupantes ha permitido la formación de un nuevo equipo económico, éste apenas ha conseguido mejorar la gestión del anterior. La política fiscal sigue siendo irresponsable; la política económica internacional continúa tan caótica como antes; la política comercial no existe... ¿Por qué es esto así? Conocemos la respuesta: la política económica ocupa sólo la tercera posición en las prioridades de la Administración Bush, tras la seguridad nacional y la política para la reelección.

Por si alguien dudara de todo esto, téngase presente, como referencia, que el Consejo de Asesores Económicos de Bush —ahora bajo la presidencia amable de Gregory Mankiw, de Harvard— ve trasladados sus despachos de la Casa Blanca a una *suite* de la calle G de Washington, situada a unas 400 yardas de cualquiera que tenga un mínimo de poder político.

Así, Bush no oirá los gritos de angustia cuando proponga nuevas reducciones de impuestos, o nuevos incrementos de aranceles aduaneros, o la creación de más subvenciones a la agricultura. Un día, mientras el dólar siga bajando y el déficit fiscal aumentando, Bush necesitará algún consejo económico serio. Ahora bien, para entonces, habrán desaparecido todos los asesores responsables.

Sólo hay una respuesta posible. Ha llegado la hora de poner a Donald Rumsfeld al frente de la economía. No es que fuera a hacer mucho a favor de ésta, pero haría maravillas en materia de política exterior.

Francia: la otra reforma

(*Le Monde* de 16 de mayo. Editorial)

El gobierno francés está encontrando difícil llevar adelante la reforma de las pensiones, en efecto, pero esto no es todo, ya que en otoño deberá poner en marcha otra reforma, que puede resultar todavía más difícil: la de la Seguridad Social, las cuentas de la cual penden de un hilo. El déficit del régimen general, que ya era de 3,4 m.m. de euros el año pasado, debería doblarse, hasta alcanzar los 7,9 m.m. de euros, en 2003. Las causas deben buscarse en primer lugar en el débil crecimiento de la economía, que reduce los ingresos, y también, principalmente, en el gran aumento de los gastos del seguro de enfermedad, que registran ya un "agujero" de cerca de 10 m.m. de euros este año, cuando el gobierno había creído poderlo limitar a 3,9 m.m.

La reforma de las pensiones, comparativamente hablando, es fácil. Dado que los franceses están unánimemente a favor de la defensa del poder de compra de las pensiones, la operación es casi matemática: encontrar ingresos financieros iguales a los gastos previstos. Para conseguirlo, el gobierno propone aumentar el tiempo de cotización hasta alcanzar los 42 años. No es que este incremento del trabajo necesario sea fácilmente aceptado por los asalariados y por sus sindicatos —cosa que se constata en la aspereza de las negociaciones en curso—, pero el proyecto, en la forma en que lo presenta el gobierno, ofrece pocas opciones políticas.

Pero ese no es el caso, en absoluto, para la Seguridad Social, en especial por lo que se refiere al seguro de enfermedad, campo que concentra los interrogantes sobre vida, la enfermedad y la muerte bajo todos sus aspectos: médico, filosófico, religioso, demográfico, económico, etc., lo que supone una reforma tan importante como la otra desde el punto de vista financiero; y más urgente que aquella y mucho más polémica.

El abanico de posibles soluciones es amplio. El debate tiene lugar alrededor de la muy delicada división en tres partes entre lo que depende de un pago colectivo —cosa que se pone en manos de las cajas complementarias— y lo que debe depender de la elección personal, es decir, de una privatización.

Las hipótesis de trabajo van desde la distribución de los riesgos hasta la consecución de la competencia entre los operadores.

Jean François Mattei, ministro de Sanidad, médico de profesión, estima que "el aumento de los gastos sanitarios es inevitable como consecuencia del envejecimiento de la población". El ministro, que denuncia la "la gestión contable" de los cuidados, ha hecho una primera elección: incrementar el precio de las consultas de los médicos, "depositándoles la confianza". Ahora, el ministro se enfrenta con los especialistas, los cuales esperan a su vez y amenazan con romper sus relaciones con el gobierno. Segunda elección: reducir la devolución del importe de una larga lista de medicamentos. El ministro se enfrenta aquí con los laboratorios

farmacéuticos y con los pacientes que se quejan de que la lista del ministerio incluye medicamentos muy utilizados y útiles.

J. F. Mattei, deberá hacer frente, en fin, y sobre todo, a las cifras del déficit que no ha podido contener y que van a incrementar la deuda del país. El rigor se ha impuesto para 2004 en lo que se refiere a los gastos presupuestarios. Para la Seguridad Social, el ministro ha prometido una "reforma ambiciosa" para el otoño, que deberá preparar en un contexto riguroso y en un clima social que la cuestión de las pensiones habrá inflamado.

Lecciones de Japón

(*Financial Times* de 19 de mayo. Editorial)

Todo el mundo sabe que la economía japonesa padece una deflación. Sin embargo, los síntomas siguen sorprendiendo. El gobierno acaba de anunciar que inyectará el equivalente de 15 m.m. de euros en Resona, el quinto banco del país, para que recupere la solvencia. La raíz del problema de Resona es la deflación, la cual puede estar dando lugar a que las deudas malas crezcan más deprisa que la habilidad de los bancos para darles el trato que correspondería.

Aunque todas las instituciones —desde el ministerio de Hacienda al Banco de Japón— pretenden ser "combatientes contra la deflación", Japón está perdiendo la batalla. El deflactor del PIB, la mejor medida de las variaciones de los precios, ha sido negativo desde 1995. En el primer trimestre de este año, la tasa de deflación aumentó a la cifra récord del 3,5 por 100. Japón se halla enfangado en un círculo vicioso de inadecuada demanda, deuda y deflación del que es extremadamente difícil de salir.

Nadie sabe lo que hace falta para estimular la recuperación de Japón, pero casi con seguridad debe ser una combinación de una política monetaria todavía más estricta (*reflectionary*) (?); de una política fiscal que de momento sigue siendo correcta, pero que vuelve a registrar déficit; una reforma a fondo del sector bancario y la eliminación de las empresas fantasma (*zombie companies*) que no pueden cubrir los costes operativos. Cada una de estas medidas comporta riesgos y dificultades políticas, todo lo cual explica porqué la mejora está siendo tan lenta.

La verdadera lección que debe aprenderse en las economías avanzadas de todo el mundo es que debe evitarse a toda costa el hoyo depresivo de Japón. La lección parece haber sido aprendida por los gobernadores de los bancos centrales. La Reserva Federal advirtió ya de la posibilidad de "una desagradable caída substancial de la tasa de inflación", y el BCE ha hablado de la necesidad de proporcionar "un margen de seguridad suficiente para protegerse de los riesgos de una deflación". Sin embargo, hace escasos días, los ministros de Hacienda de los países que integran el grupo de los Siete dieron la impresión de que no le prestaban a esta cuestión la atención debida. John Snow, el secretario del Tesoro norteamericano, dijo

que Estados Unidos se hallaba lejos de una deflación. Por su parte, los ministros europeos hicieron saber que no creían que la depresión constituyera una amenaza en esta parte del mundo.

Ahora bien, el optimismo puede resultar peligroso. La experiencia que nos ofrece Japón con su caída en una deflación a mediados de la década de los años 1990 es que la política económica de ese país parecía la apropiada para una recuperación en el término de uno o dos años. El error fue no valorar correctamente los riesgos. Una política monetaria más distendida habría conducido una inflación superior a la deseada, lo que hubiera creado la necesidad de una rápida contracción monetaria y, en consecuencia, un riesgo económico más o menos tolerable. La política real fue una política monetaria muy estricta debida a unas previsiones optimistas en exceso. El resultado fue que Japón entró en una depresión que le está suponiendo unos costes enormes.

No podemos saber con seguridad si Japón podía haber sido salvado a mediados de los años 1990. Su economía era una economía enferma, que había sufrido los efectos de una enorme burbuja consecuencia de una gran subida de los precios de los activos. Ahora bien, la persistencia de su crisis debería servir de advertencia. Los errores de la política económica de Japón podrían serle perdonados, toda vez que el recuerdo de la deflación de los años 30 quedaba muy lejano, o ésta había sido olvidada. Esto no sería posible si los precios empezaron a bajar en Estados Unidos y en Europa.

La caída del dólar puede resultar peligrosa

(*Financial Times* de 21 de mayo. Editorial)

Hace pocos días, John Snow, el secretario del Tesoro norteamericano dijo que las recientes alteraciones cambiaras habían sido "más bien modestas". Objetivamente, estas palabras no pueden ser criticadas: el dólar ha caído menos del 14 por 100, el último año, y pasó la gran mayoría de los pasados 16 años a unos niveles inferiores a los de las monedas que hoy integran el euro. Pero las palabras de Snow han creado la falsa impresión de que la caída reciente del dólar no es especialmente importante.

En primer lugar, los mercados de divisas son extremadamente sensibles, lo que les lleva a valorar hasta el último matiz de la retórica pública. A los ministros de Hacienda puede no gustarles que se escrutinen a veces sus palabras, pero no puede sorprender que los inversores sí lo hagan, dada la necesidad, en este caso, de Estados Unidos de atraer más de 500 m.m. de capital neto para financiar su déficit corriente. En segundo lugar, aunque los mercados de divisas son de difícil predicción en sus operaciones diarias, está claro que nos hallamos en una fase de caída del dólar. Con unos rendimientos de las inversiones muy bajos para los extranjeros, el billete verde dejó de disfrutar del estado de gracia tras la etapa de supervaloración que siguió a la anterior caída de 1985-1987. Entonces, el dólar bajó un 40 por 100 frente a las monedas de los principales

competidores de Norteamérica, y perdió la mitad de su valor frente al *deutschemark*.

Si la tendencia presente se prolonga, las consecuencias económicas del fenómeno no deberían ser desestimadas. En tal caso, las mercancías de Estados Unidos serían más competitivas que las de la zona euro, con lo que se reducirían los márgenes de beneficios de las empresas europeas, así como la demanda en la zona euro.

Estas son precisamente las circunstancias sobre las que advirtió al Fondo Monetario Internacional, diciendo que éstas podrían desencadenar un ciclo deflacionista. El *paper* del Fondo sobre la deflación, publicado días atrás, subrayaba los costes económicos de dejar que la deflación se consolide; la importancia de una política preventiva contra la misma y, finalmente, la amenaza de deflación que pesa, específicamente, sobre Alemania. Pero no son sólo los países europeos lo que tienen algo que temer de la depreciación del dólar. El estudio del FMI llegaba a la conclusión de que "si la caída del dólar fuera realmente severa, las cuentas exteriores, en general, podrían verse sometidas a presiones deflacionistas, con unos efectos susceptibles de repercutir en la misma Norteamérica".

La benigna indiferencia con que las autoridades parecen contemplar la caída del dólar es, así, desconcertante. Cualquier intento de evitar la caída del mismo sería, probablemente, inútil, dado el enorme déficit corriente de Estados Unidos, razón por la cual debe pensarse en medidas compensadoras. El BCE debe distender la política monetaria, y los países asiáticos con un fuerte crecimiento de la demanda deberían permitir que sus monedas se apreciaran frente al dólar. Esto último significaría por lo menos que Europa no debería soportar todo el peso del reajuste. Por el momento se observa una gran resistencia por parte de los que ocupan el poder en todos aquellos países a proceder en el sentido indicado. El baile del dólar a la baja resulta cada día más peligroso.

El crecimiento, el dólar, etcétera

(Jean-Paul Fitoussi, en *Le Monde* de 28 de mayo)

El debate público hierve a causa de las inquietudes generadas por la situación económica. ¿Por qué el crecimiento es tan lento en la zona euro? Con la perspectiva de un 0,8 por 100 en 2003, la tasa quedaría a una media de alrededor del 1 por 100 para los tres últimos años, con una Alemania enfrentada a serias amenazas de recesión.

La economía europea, así, ha actualizado el débil crecimiento y el aumento del paro que caracterizaron la mayor parte de los años de la década 1990. Incluso la moneda fuerte (el euro) está de vuelta, pero esta vez a regañadientes, como resultado de la depreciación del dólar más que consecuencia de una voluntad política europea.

Entonces, en los años 1990, los choques eran más bien internos: unificación alemana, criterios de Maas-

tricht. Hoy son esencialmente externos, y parecen tener sobre la economía de la zona consecuencias mucho más duraderas que en otras regiones. Con lo que resulta que el euro, cuya creación permitía esperar una mayor autonomía del crecimiento europeo y una mayor protección frente a los choques externos, más bien contribuye a su vulnerabilidad.

Desde el principio de los años 1990, las políticas económicas en Europa han sido procíclicas, es decir, restrictivas en períodos de recesión y moderadamente expansionistas en fases de crecimiento.

Hoy, las condiciones monetarias de la zona euro se han endurecido como resultado de la apreciación de nuestra moneda, que ha más que anulado el efecto expansionista de la última rebaja de los tipos de interés decidida por el BCE. Pero, independientemente de su impacto inmediato sobre la competitividad europea, dicha apreciación podría suponer un riesgo importante a escala mundial.

Si la apreciación del dólar se prolongara, o se acelerara, la economía norteamericana podría verse sometida a un grave problema de financiación. Los poseedores extranjeros de activos norteamericanos, previendo la caída del dólar y, por consiguiente, del valor en euros de sus activos, podrían verse incitados a vender esos activos para limitar las pérdidas, cosa que produciría el efecto de precipitar la baja de sus precios, dando lugar a un fuerte incremento de los tipos de interés.

En tal caso, la economía de Estados Unidos sufriría una profunda recesión, que repercutiría en la economía europea, que se hundiría bajo el peso de un euro demasiado fuerte. Esta situación, por ahora improbable, sería tanto más perjudicial para Europa cuanto que las políticas presupuestarias adoptaran también una actitud restrictiva debido a las exigencias del Pacto para la Estabilidad.

[...]

El proyecto de Constitución europea

(Financial Times de 27 de mayo. Editorial)

Aunque queda mucho espacio para el debate, la Constitución europea que está redactando la Convención presidida por Giscard d'Estaing va tomando forma día a día. Todo parece indicar que será un documento importante, aunque no llegue a rivalizar —según quería Giscard— con el documento redactado por la convención de Filadelfia de 1787 que se convirtió en la Constitución de Estados Unidos.

Estos días, Giscard ha dado a conocer una primera parte del documento, que trata de los objetivos y aspiraciones del mismo. Las partes segunda y tercera, relativas a la Carta de Derechos Fundamentales y a la manera de cumplimentar las decisiones, verán la luz uno de estos días, y el preámbulo —que constituye el texto que más directamente reflejará los puntos de vistas

personales del presidente de la Convención— aparecerá el día 4 de junio.

Tras 15 meses de trabajo, la Convención ha de celebrar otras tres sesiones antes de que el documento final sea presentado a los líderes europeos el 20 de junio. La situación puede ponerse difícil si algunos delegados —en especial de los países pequeños— insisten en su crítica del borrador. Problemas complejos, como el de dónde debe residir el poder institucional, deberán ser resueltos.

Los miembros de la Convención, sin embargo, tienen algo positivo que decir al respecto. Un documento aceptado unánimemente por la misma resultaría de difícil rechace por parte de los líderes, y apenas podría ser ignorado por estos en la conferencia gubernamental que ha de tomar la decisión definitiva el próximo año. Lo que menos necesita la UE, en una fase de economías tambaleantes y de profundas divisiones políticas, es una demostración de desunión sobre su finalidad fundamental. Giuliano Amato, vicepresidente de la Convención, ha preguntado con acierto si sus colegas en ésta quieren ser "padres fundadores" o "fundadores fracasados".

Los principales elementos están ya claros: un presidente de la UE que lo será del Consejo de Europa; un ministro de Asuntos Exteriores, que represente a la Unión; un presidente de la Comisión Europea designado por los líderes de la UE y ratificado por el Parlamento Europeo; una Comisión de dos niveles, en la que todos los miembros tendrán un comisario pero en la que sólo alrededor de la mitad podrán votar a la vez.

Se están introduciendo cambios en el borrador que recogerán las objeciones que se presenten, particularmente de Gran Bretaña. Algunas de las mismas tienen escaso o nulo sentido, como la que sugiere la eliminación de la palabra "federal", que en el texto sólo se utiliza en un sentido descriptivo. Otros cambios tendrán más sentido, como los que se refieren al voto mayoritario (para satisfacer al Reino Unido y a Francia), o a la armonización impositiva (id. a Gran Bretaña y a Irlanda), o a los derechos de voto (propuesto por España y todavía sin decidir).

El resultado final puede ser un confuso compromiso que no satisfaga completamente a nadie, o a casi nadie. Los países pequeños siguen pensando que el texto del borrador favorece a los grandes países. Por lo demás, podría preguntarse hasta qué punto dicho borrador aproxima la UE a los ciudadanos. Pero todo parece indicar que servirá para hacer funcionar una UE de 25 o más miembros.

(Los debates serán largos, probablemente, antes de que se consiga aprobar el texto de Constitución elaborado por la Convención. Le Monde de 30 de mayo subrayaba, v.g., que "Prodi critica el proyecto de Giscard", y que "las gestiones se multiplican para salvar la Convención [sic] sobre el futuro de Europa". Serán probablemente necesarias unas apreciables dosis de paciencia para lograr un compromiso constructivo sobre esta materia). (Nota del trad.)